ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

На правах рукописи
65.262.2(2Р)
Б40

БЕЗСМЕРТНАЯ ЕКАТЕРИНА РЭМОВНА

ВЫПУСК И ОБРАЩЕНИЕ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертация
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
кандидат экономических
наук, доцент
Рубцов Б.Б.

Москва
2001

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение 3-7

Глава 1. Роль региональных и местных заимствований в системе государственных финансов 8-58

1.1. Теоретические основы управления на муниципальном уровне 8-14

1.2. Муниципальные системы зарубежных стран 14-24

1.3. Финансовые основы субъектов федерации и муниципальных образований 24-29

1.4. Особенности формирования и развития рынка муниципальных долговых обязательств в зарубежных странах 30-54

1.4.1. Выпуск муниципальных ценных бумаг в США 30-48

1.4.2. Выпуск муниципальных ценных бумаг в странах Западной Европы 48-54

Глава 2. Опыт заимствования нецентральных органов власти в России 55-99

2.1. Выпуск облигационных займов в дореволюционной России 55-61

2.2. Развитие рынка муниципальных облигаций в России на современном этапе 61-99

2.2.1. Динамика выпуска облигаций в 1992-2000 гг. 61-71

2.2.2. Разновидности выпускаемых облигаций 71-75

2.2.3. Внешние займы субъектов Российской Федерации 75-81

2.2.4. Принципиальные схемы осуществления заимствований 81-94

2.2.5. Итоги развития рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 1992-2000 гг. и перспективы его дальнейшего развития 95-99

Глава 3. Концепция организации выпуска облигационного займа нецентральными органами власти 100-140

3.1. Создание предпосылок для формирования потенциальными эмитентами репутации платежеспособных и добросовестных заемщиков 101-113

3.2. Индивидуальная работа эмитента по созданию ликвидного финансового продукта 113-140

Заключение 141-146

Список использованной литературы 147-156

ВВЕДЕНИЕ

Развитие федеративной системы бюджетно-налоговых отношений в России, начавшееся в начале 90-х годов, породило огромное число проблем и противоречий в финансовых отношениях федеральных властей с администрациями субъектов Российской Федерации, субъектов федерации - с органами местного самоуправления. Одной из основных причин этих противоречий является несоответствие сложности финансово-хозяйственных задач, возложенных федеральным правительством на нецентральные органы власти, величине материальных ресурсов, имеющихся в их распоряжении. Результатом этих несоответствий стала перманентная недостаточность собственных финансовых ресурсов субъектов федерации и местных образований для самостоятельной реализации их исключительных полномочий и ответственности за социально-экономическое развитие подведомственных территорий. В связи с этим в последние годы особенно остро встала проблема привлечения заемных средств администрациями субъектов федерации и местных образований. С 1992 г. в качестве одного из источников заемных средств стали выпуски облигационных займов, имеющие ряд преимуществ перед альтернативными источниками финансирования.

Вопреки сложившейся в зарубежных странах практике, в российском законодательстве не только нет единого термина для обозначения ценных бумаг двух низших уровней территориально-административной системы страны, но и определены существенные различия между государственными ценными бумагами субъектов федерации и ценными бумагами местных образований (муниципальными ценными бумагами). Таким образом, несмотря на единую экономическую сущность заимствования на уровне субъекта федерации и местного образования, юридическая разница между этими двумя составными частями одного и того же экономического явления присутствует. Поэтому вполне понятно стремление современных экономистов к упрощению терминологии: многие авторы используют термин “муниципальные ценные бумаги” в отношении обеих групп ценных бумаг, что

является общепринятым для обозначения ценных бумаг нецентральных органов власти в зарубежной литературе.[1] Иногда по отношению к ценным бумагам субъектов федерации применяют термин “региональные”, а муниципальные ценные бумаги именуют “городскими”.[2] Данный подход не совсем корректен, поскольку в российских условиях понятия “субъект федерации” и “регион”, “город” и “муниципалитет” не являются синонимами. Применительно к обеим группам ценных бумаг некоторые авторы используют термин “субнациональные ценные бумаги”[3], что, вероятно, допустимо с морфологической точки зрения, но, по сути, принижает статус эмитентов, являющихся полномочными представителями государственной власти на местах.

В связи с этим в настоящей работе в части, касающейся развития современного российского рынка ценных бумаг, будут использованы термины “субфедеральные ценные бумаги” - для обозначения ценных бумаг, эмитированных администрациями субъектов федерации, и “муниципальные ценные бумаги” - для обозначения ценных бумаг местных органов власти.

Объектом исследования является рынок ценных бумаг, эмитируемых нецентральными органами власти.

Предмет исследования - организация рынка ценных бумаг нецентральных органов власти в условиях финансового кризиса.

Главной целью диссертационной работы является обобщение и анализ практики облигационного заимствования местными органами власти и субъектами Российской Федерации на современном этапе развития рыночных отношений, разработка теоретической концепции эффективного развития данного сегмента рынка ценных

---

[1] Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: “Перспектива”, 1995, с.187. См. также: Финансы. Учебник. / Родионова В.М., Вавилов Ю.Я., Гончаренко Л.И. и др. Под ред. Родионовой В.М. - М.: “Финансы и статистика”, 1993, с.315; Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М, 2000, с.65-66. Л.П Павлова использует термин “местные займы” (см.: Павлова Л.П. Местные бюджеты капиталистических государств. - М.: “Финансы”, 1972).

[2] См. работы Лексина В.Н. и Швецова А.Н., Бондаря Т.А.

[3] Довбня С. Рынок городских облигационных займов и его дальнейшие перспективы. / “Рынок ценных бумаг”, 1999, №19(154), с.52-59.

бумаг в условиях спада инвестиционной активности. Для достижения данной цели автор сформулировал и предпринял попытку решить следующие задачи:

- рассмотреть теоретические основы функционирования нецентральных органов власти и определить их специфическую роль в политико-экономическом развитии страны как полномочных представителей государства;

- определить степень самостоятельности нецентральных органов власти в решении экономических задач подведомственных им территорий и выявить причины возникновения рынка долга нижестоящих органов власти;

- проанализировать развитие системы заимствования региональных и местных органов власти в зарубежных странах, выявить различные подходы к созданию рынка долга нецентральных органов власти в США и европейских странах;

- рассмотреть направления развития рынка муниципальных облигаций в дореволюционной России, выявить сходства или различия российской системы заимствования с зарубежными системами;

- исследовать современную практику заимствования местных органов власти и субъектов Российской Федерации;

- разработать систему мер по повышению эффективности рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в России с учетом специфики социально-экономического развития территориальных образований.

В работе проведен сравнительный анализ развития современного российского рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг с аналогичными секторами финансовых рынков отдельных зарубежных стран и рынка дореволюционной России с целью выявления общих и особенных черт в их развитии и определения возможных тенденций в будущем развитии системы облигационного заимствования нецентральными органами власти в России. Кроме того, в работе сделана попытка выявить основные причины снижения активности эмитентов и инвесторов на рынке долговых обязательств и предложить схему создания финансового инструмента с высокими инвестиционными качествами.

При написании диссертационной работы применялись общенаучные методы познания: системный подход, диалектический метод изучения экономической сущности предмета исследования и форм ее проявления, логический анализ, обобщения.

При написании диссертационной работы автор изучил труды специалистов, в разные годы занимавшихся исследованиями в области региональных и местных финансов: Бабича А.М., Баринова В.Т., Велихова Л.А., Карпикова Е.И., Коркунова Н.М., Лексина В.Н., Павловой Л.П., Родионовой В.М., Тарачева В.А., Твердохлебова В.Н., Швецова А.Н. Большое внимание было уделено публикациям авторов, непосредственно занимающихся вопросами заимствования нецентральных органов власти: Бондаря Т.А., Данкова А.Н., Довбни С.В., Костикова И.В., Новикова А.В., Тышкевича Е.В., , Шадрина А.Е., Ячника О.Е.

При исследовании опыта развитых стран были изучены труды зарубежных авторов, занимавшихся вопросами рынка муниципальных ценных бумаг: Fabozzi F.J., Fabozzi T.D., Feldstein S.G., Marshall A.H., Scott D.L., Sundaresan S.M., Zipf R.

В качестве источников статистической информации были использованы данные Министерства финансов Российской Федерации, Центрального Банка России, отчетов рейтингового агентства Moody’s, Немецкой биржи.

Работа состоит из введения, трех глав и заключения.

В первой главе исследуются теоретические вопросы организации управления на региональном и местном уровнях, эволюция теорий управления, приведены основные принципы моделей управления на муниципальном уровне в зарубежных странах. Рассмотрены финансовые основы деятельности нецентральных органов власти. Заключительный параграф включает данные об особенностях развития рынков муниципальных ценных бумаг в зарубежных странах, а также выводы о различиях американской и европейской системы организации рынка муниципальных облигаций.

Во второй главе рассмотрен практический опыт заимствования в России. Первый параграф содержит сведения о выпуске городских облигаций в дореволюционной России. Во втором параграфе рассматривается практика выпуска субфедеральных и муниципальных облигаций в современной России. Дана краткая хронология событий на данном сегменте финансового рынка, сведения о его количественных и качественных характеристиках. Более подробно описаны принципы организации систем заимствования крупнейших эмитентов на рынке субфедеральных ценных бумаг - Москвы и Санкт-Петербурга.

В третьей главе сделана попытка разработать общую схему организации системы заимствования нецентральными органами власти, основанную на использовании единых принципов функционирования заемного процесса и создании условий экономической безопасности для всех его участников.

В заключении представлены общие выводы исследования.

ГЛАВА 1. Роль региональных и местных заимствований в системе государственных финансов

1.1. Теоретические основы управления на муниципальном уровне

Вопросы организации управления территориями на протяжении нескольких веков являются предметом научных исследований. В различные исторические периоды вопросам, касающимся сущности субъектов местного управления, их места в системе государственного управления уделяли внимание в своих научных исследованиях зарубежные ученые: А.Токвиль, К.Бюхер, В.Зомбарт, М.Вебер, Л.Штейн, Р.Гнейст, Г.Еллинек, Э.Мейер, и другие. Положения различных теорий местного самоуправления были развиты русскими правоведами и экономистами: Н.И.Лазаревским, А.В.Градовским, В.П.Безобразовым, Н.М.Коркуновым, Б.Н.Чичериным, М.И.Свешниковым, В.Н.Лешковым, А.И.Васильчиковым, Н.П.Анциферовым, Н.А.Рожковым, Л.А.Велиховым, М.А.Рейснером, и другими.

Идеи организации рациональной системы общинного управления как первичного уровня государственной власти начали развиваться еще в средневековой Европе, что было связано, в первую очередь, со стремлением городских общин освободиться от влияния землевладельцев в период перехода от феодальной организации к современному индустриальному обществу.[4]

Бельгийская Конституция, а позже - разработанная франкфуртским Национальным собранием Конституция 1849 г., явились реальным отражением впервые возникшей теории, отражающей сущность местного самоуправления -

[4] Впервые эти идеи прозвучали в 1790 г. в докладе француза Турэ по законопроекту о реформе местного управления в Национальном собрании Франции, где были сформулированы две основные проблемы учения о местном самоуправлении: 1) понятие о собственных общинных делах, присущих по своей природе муниципальному управлению; 2) понятие о делах государственных, которые передаются государством органам местного самоуправления. Впоследствии они нашли свое отражение в бельгийской Конституции 1831 г., которая содержала в себе отдельную статью, посвященную общинному управлению, а также наряду с законодательной, исполнительной и судебной властями признавала и четвертую власть - муниципальную.

теорию свободной общины (теорию естественных прав общины). Одним из первых, кто коснулся вопросов теоретических основ местной власти, был французский государственный деятель А.Токвиль.

Сторонники теории свободной общины исходили из признания общины естественно сложившейся, независимой от государства, корпорацией. Они обосновывали свободу и неприкосновенность общины, ссылаясь на исторический опыт средневековых вольных городов, боровшихся за независимость от феодального государства.

Теория свободной общины основывалась на следующих принципах:

1) местное самоуправление - это управление собственными делами общин, отличными по своей природе от дел государственных;

2) разделение дел, которыми ведает община, на собственные дела и дела, которые передаются ей государством;

3) органы местного самоуправления являются негосударственными органами;

4) государственные органы не имеют права вмешиваться в дела, отнесенные к компетенции общины, следя лишь за тем, чтобы община не выходила за пределы своей компетенции.[5]

Данная теория, тем не менее, была ограничена общинными рамками, в ней не нашло свое отражение обоснование неприкосновенности прав более крупных территориальных единиц, таких как области, районы, и т.д. Поэтому на смену ей приходит новая теория - общественная теория самоуправления (или общественно-хозяйственная теория самоуправления). Эта теория так же, как и предшествующая, противопоставляла общину государству, но на первый план выдвигала не естественный и неотчуждаемый характер прав общины, а негосударственную, преимущественно хозяйственную природу деятельности местных органов власти.[6] Русский правовед Н.М.Коркунов писал: "Общественная теория видит сущность

---

[5] Ясюнас В.Я. Основы местного самоуправления. - М., 1998, с.4-5.
[6] Кутафин О.Е., Фадеев В.И. Муниципальное право Российской Федерации. - М.: “Юристъ”, 1997, с.44.

самоуправления в предоставлении местному обществу самому ведать свои общественные интересы и в сохранении за правительственными органами заведования одними только государственными делами. Общественная теория исходит “... из противоположения местного общества государству, общественных интересов - политическим, требуя, чтобы общество и государство, каждое ведали только свои собственные интересы ".[7]

Общественная теория самоуправления нашла свое отражение и в работах русских ученых. Так, в частности, А.И.Васильчиков писал о причине возникновения местных органов самоуправления: “...Общественные союзы... пользуются у всех народов некоторою внутренней хозяйственной самостоятельностью, потому, собственно, что центральное правительство, не имея возможности вникать в мелочные дела отдельных хозяйственных обществ и лиц, охотно слагает на ответственность местных обывателей ту часть хозяйственных забот и денежных расходов, которая обременяет администрацию и государственную казну... История средних веков указывает даже, что самоуправство отдельных общин и городов развивается одновременно с самовластием центральных властителей...”.[8]

Общественная теория самоуправления, таким образом, провозглашала идею о том, что территория государства должна состоять из многочисленных территорий независимых самоуправляющихся общин, что не способствовало укреплению государства, а, кроме того, смешивала самоуправляющиеся территориальные единицы со всяческими частноправовыми объединениями (например, с промышленными компаниями). При этом практика показала, что нельзя четко отграничивать общинные задачи от государственных, поскольку многие из них - такие как сбор налогов, благоустройство территорий, организация здравоохранительных и образовательных заведений, - являются общими.

---

[7] Коркунов Н.М. Русское государственное право. Изд-е 4. Т.2.- С.П., 1903, с.353-354.
[8] Васильчиков А. О самоуправлении. Сравнительный обзор русских и иностранных земских и общественных учреждений. Т.1. Изд.3-е. - С.-П., 1872, с.58.

На смену общественной теории местного самоуправления пришла государственная теория самоуправления. Ее основные положения были разработаны немецкими учеными Лоренцом Штейном и Рудольфом Гнейстом.[9]

Русские правоведы уделяли большое внимание проблеме самоуправления, и государственная теория самоуправления получила свое развитие в работах Н.М.Коркунова, Н.И.Лазаревского, В.П.Безобразова, Б.Н.Чичерина, И.И.Евтихиева, и других. Так, еще в 1866 Б.Н.Чичерин отмечал, что местное самоуправление должно согласовываться с центральным в целях осуществления единой внутренней политики. Местное самоуправление наиболее эффективно решает свои локальные вопросы, но поскольку местные интересы находятся в тесной связи с общими, то самоуправление не может быть исключительным началом местных учреждений. Б.Н.Чичерин отмечал, что реализация самоуправления наиболее эффективна в рамках федеративной республики.

Русские ученые широко исследовали понятие местного самоуправления, и общий вывод состоял в том, что самоуправление, решая местные задачи, исполняет задачи государственного управления, а органы самоуправления являются органами и представителями самого государства. В связи с этим в начале XX века в русской

---

[9] Основная идея данной теории состоит в том, что самоуправление является одной из форм организации местного государственного управления, которое отличается от центрального государственного управления тем, что оно осуществляется не правительственными чиновниками, а при участии местных жителей, которые привлекаются на службу государственными интересами и целями. Таким образом, местные вопросы, самостоятельно решаемые органами местного самоуправления, имеют по сути ту же природу, что и государственные вопросы. Передача некоторых задач государственного управления в ведение органов местного самоуправления обеспечивает более эффективное решение отдельных вопросов в интересах местного населения. В рамках государственной теории самоуправления сформировались два основных направления - политическое, основоположником которого был Л.Штейн, и юридического, основанного Р.Гнейстом.

По мнению Л.Штейна, органы местного самоуправления являются особыми субъектами права, вступающими с государством в юридические отношения по поводу осуществления ими на местах некоторых задач государственного управления. В отличие от местных органов власти, государственные органы действуют от имени государства, не имея при этом никаких собственных интересов, отличных от государственных.

Р.Гнейст полагал, что один лишь выборный порядок замещения должностей в структуре местного самоуправления еще не обеспечивает реальности и самостоятельности самоуправления. По мнению Р.Гнейста, самостоятельность местного самоуправления обеспечивается лишь тогда, когда должностные лица исполняют свои обязанности на безвозмездной основе. В противном же случае чиновник становится зависимым от вышестоящих лиц, поскольку относится к исполнению возложенных на него обязанностей не как к осуществлению своих интересов, а как к профессии, являющейся для него источником средств к существованию. Поэтому, считал Гнейст, занимать такие должности могут только обеспеченные лица, а так как должностные лица органов самоуправления выполняют задачи государственного управления, то замещение

юридической литературе был также поднят вопрос о расширении нормативной функции органов самоуправления. Самоуправляющиеся единицы признавались самостоятельными юридическими лицами, имеющими возможность быть собственниками, вступать в различного рода обязательственные отношения. Вообще вопросы, связанные с самоуправлением, рассматривались не как чисто теоретические, а применительно к основам русского государственного устройства.

После Октябрьской революции 1917 г. теория местного самоуправления развивалась двояко. С одной стороны, самоуправление рассматривалось с точки зрения его самостоятельности и в системе взаимоотношений с центральными органами. А.И.Елистратов указывал: “...самоуправление означает построение административных учреждений на началах известной их самостоятельности, в пределах закона, и теснейшей их связи со сложившимися территориальными, хозяйственными и иными группировками населения, но при этом самостоятельность управления не следует отождествлять с какой-либо независимостью органов самоуправления от государственной власти”.[10]

С другой стороны, идея местного самоуправления, предполагающая его независимость и самостоятельность, основанная на определенной децентрализации власти, вступала в противоречие с задачами государства пролетарской диктатуры, являющегося по сути централизованным государством. В связи с этим идея самоуправления не рассматривается в научной литературе уже с конца 20-х годов.

Только в начале 50-х годов понятие “самоуправление” появилось в юридической литературе, но уже в связи с деятельностью местных Советов. Под самоуправлением понималось лишь расширение участия граждан в управлении, контроль с их стороны за деятельностью органов управления, участие в обсуждении подготовленных проектов решений. В 70-80-е годы появились некоторые теоретические разработки по этой тематике, при этом местные Советы в них рассматривались как органы,

---

этих должностей должно совершаться центральным правительством. Этот вывод был сделан им при изучении англосаксонской модели самоуправления.

имеющие двойственную природу - органы государственной власти на местах, входящие в единую систему Советов, и органы общественного самоуправления населения, представляющие интересы народа. По сути же, реальная власть на местах находилась в руках партийного аппарата, волю которого и выполняли Советы.[11]

Новый всплеск интереса к теории самоуправления приходится на так называемый “перестроечный” период, когда возникла идея о необходимости разделения полномочий представительной и исполнительной власти. Именно тогда появилась точка зрения, основанная на идее о двойственной природе самоуправления - государственной и общественной.

Дискуссии о двойственном характере местного самоуправления привели к возникновению теории “дуализма муниципального управления”, согласно которой муниципальные органы, осуществляя соответствующие управленческие функции, выходят за рамки местных интересов, и, следовательно, должны действовать как инструмент государственной администрации.

Идея о том, что основной целью самоуправления является повышение уровня благосостояния местного населения, стала главным постулатом теории “социального обслуживания”.[12]

В сущности, все современные теории местного самоуправления, признающие государственное начало в организации и деятельности самоуправления, основные идеи которых реально воплощены в большинстве экономически развитых стран, являются модернизированными вариантами классической государственной теории.

Основными нормативными документами, определяющими роль местного самоуправления в Российской Федерации, в настоящее время являются Конституция РФ и Федеральный Закон “Об общих принципах организации местного самоуправления в Российской Федерации”. В них трудно проследить основную теоретическую линию: положения государственной теории сочетаются здесь с

---

[10] Елистратов А.И. Очерк административного права. - М., 1922.
[11] Ясюнас В.Я. Основы местного самоуправления. - М., 1998, с. 14-16.

идеями общественной теории самоуправления. Отсутствие времени для постепенного переустройства власти на местах привело к тому, что российские законодатели не стремились к чистоте воплощения теоретических идей, их основной задачей было обеспечить правовые гарантии новых форм государственного управления на местах с учетом особенностей политического положения России.[13]

1.2. Муниципальные системы зарубежных стран

Основы муниципальных систем большинства экономически развитых стран были заложены в ходе муниципальных реформ в XIX веке, основной целью которых было преобразование местного управления в подсистему правового государства, свободную от бюрократической опеки центральных органов власти.

Именно с середины XIX века управление на местах начинают именовать "местным самоуправлением".[14] На данном этапе местные органы власти воспринимались в виде некоей четвертой власти, действующей в рамках закона, но не подчиненной центральному правительству. По мере развития централистских тенденций в области государственного управления и все большего переплетения компетенции местных и центральных органов власти происходил пересмотр принципов организации межуровневых отношений и постепенное превращение местного самоуправления в "разновидность исполнительной деятельности, осуществляемой в рамках общей государственной политики".[15]

Новый виток реформ местного управления, начавшийся в 60-е годы XX века и продолжающийся до сих пор, связан с повсеместным ростом городов и перенесением

---

[12] Кутафин О.Е., Фадеев В.И. Муниципальное право Российской Федерации. - М.: “Юристъ”, 1997, с.48.

[13] Васильев В.И. Местное самоуправление. Учебное и научно-практическое пособие. - М., 1999, с.19-25.

[14] Термин "самоуправление" (selfgovernment) появился в Англии в конце XVII века, после Английской революции, и означал состояние английского народа, самоуправляющегося путем деятельности парламента и местных представительных органов власти без административного вмешательства со стороны правительственного аппарата. Позже этот термин был механически перенесен прусскими правоведами на европейский континент, и немецкое название "selbstverwaltung" (местное самоуправление) быстро прижилось в условиях германского абсолютизма, а впоследствии стало широко использоваться и в дореволюционной российской юридической литературе (см. Ясюнас В.Л. Основы местного самоуправления. - М., 1998, с.93).

[15] Органы местного управления в зарубежных странах: сравнительное исследование. Науч.-аналит. обзор. - М., 1994, с.6.

ответственности за реализацию возникающих в связи с этим социально-экономических проблем на местное управление и самоуправление. Общей тенденцией поэтому является ослабление контроля на местах, осуществляемого представителями центральной власти. При этом характер эволюции местного управления зависит как от исторических факторов, так и от экономико-географических особенностей конкретных стран.

В научной литературе обычно различают три модели местного самоуправления, в целом соответствующие трем основным правовым системам: англосаксонскую (английскую), континентальную (французскую) и советскую.[16] Некоторые специалисты не выделяют советскую модель, видимо, из-за того, что в настоящее время она не представляет интереса с практической точки зрения. При этом в качестве самостоятельной модели местного самоуправления выделяют германскую[17].

Англосаксонская система (используемая в Великобритании, США, Канаде, Австралии и ряде других стран) возникла на основе местных общин и приходов, а также городов, управление которыми постепенно превращалось в одно из звеньев государственной власти. Начиная с XI века, англосаксонские общины были наделены правом самостоятельного правотворчества и управленческой деятельности. И хотя в процессе эволюции государственного устройства произошло разделение управленческих и законодательных функций, государственно-правовая природа местного управления в целом не менялась, и местные органы власти были и остаются звеном государственной исполнительной власти.

Англосаксонская система характеризуется отсутствием на местах полномочных представителей центрального правительства, опекающих местные выборные органы. Взаимодействие с высшим уровнем власти ограничивается согласованием вопросов с соответствующими государственными министерствами, а также получением помощи в виде дотаций и субсидий в рамках осуществления программ местных общин. При

---

[16] Там же, с.10.
[17] Кутафин О.Е., Фадеев В.И. Муниципальное право Российской Федерации. - М.: “Юристъ”, 1997, с.41-60.

этом отношения между центральной властью и муниципалитетами строятся по принципу действия в пределах своих полномочий (inter vires), т.е. муниципалитеты вправе совершать только те действия, которые прямо предписаны законом. В противном случае подобные акты считаются совершенными с превышением полномочий (ultra vires). Иначе этот принцип именуется принципом "позитивного " регулирования деятельности местных органов. В США этот принцип нашел отражение в "Правиле Диллона", в соответствии с которым "любое справедливое, разумное существенное сомнение в наличии того или иного полномочия толкуется судами против муниципальных корпораций и спорные положения отрицаются".[18]

В научных исследованиях английских авторов нет единства взглядов на характер взаимоотношений между различными уровнями власти. Одни считают местные органы партнерами правительства, другие - настроенные более скептически - агентами центральных ведомств на местах, оказывающими услуги населению в соответствии с общенациональными стандартами и под общим руководством.[19] Вторая концепция в настоящее время является превалирующей: она основывается на распространенной в англосаксонских странах так называемой государственной теории местного управления, в значительной степени опирающейся на судебную практику по муниципальным делам. Согласно логике английского исследователя К.Дейвиса, считающего, что местное управление - это прежде всего осуществление публичной власти на местном уровне, местные органы функционируют лишь потому, что центральное правительство не в состоянии самостоятельно осуществлять управление во всех административно-территориальных единицах.[20]

В большинстве стран мира (континентальная Европа, франкоязычная Африка, Латинская Америка, Ближний Восток) получила развитие континентальная (французская) модель местного управления. Эта модель основана на принципе

---

[18] Сравнительное конституционное право. - М, 1996, с.705-706.
[19] Баранчиков В.А. Муниципальные органы Великобритании. - М., 1990, с.4-25.
[20] Органы местного управления в зарубежных странах: сравнительное исследование. Науч.-аналит. обзор. - М., 1994, с.9.

бюрократической субординации в отношениях центральной и местной властей, поскольку исторически для Франции всегда была характерна высокая степень централизации местного управления. Установленный после Революции 1789 г. принцип единой и неделимой нации упразднил ранее присутствовавшее региональное разнообразие: были организованы департаменты, во главе которых стояли представители центральной власти. Такая высокоцентрализованная система просуществовала во Франции почти два столетия: проведенная в 1982 г. реформа расширила полномочия местных властей, сохранив вместе с тем за центральной властью достаточно сильные позиции на местах. В 1983 г. были приняты Закон о разделении компетенции между коммунами, департаментами, регионами и государством и Закон о разделении источников финансирования. Франция, таким образом, является одной из немногих стран мира, имеющих четыре уровня управления - коммунальный, департаментский, региональный и национальный.

Основой местного самоуправления во Франции являются более чем 36 тысяч коммун, каждая из которых имеет свой совет, избирающий из своего состава мэра. Мэр осуществляет свои полномочия под контролем муниципального совета и представителя государства - комиссара Республики, который наблюдает за законностью решений, принимаемых коммуной. В основе правового регулирования компетенции органов местного управления лежит принцип "негативного" регулирования: муниципальным органам разрешены все действия, не запрещенные законом и не относящиеся к компетенции других органов.

Реформы, проводимые в последнее время во Франции и Великобритании, постепенно сглаживают различия между системами местного самоуправления этих стран, поскольку функционирование обеих моделей строится на общих принципах построения современного демократического государства.

Местное управление в ряде стран (Австрия, Германия, Япония) имеет сходство как с англосаксонской, так и с континентальной моделями местного управления, обладая при этом некоторыми специфическими особенностями. Так, например,

система местного управления Германии строится в соответствии с административно-территориальным делением: страна состоит из 16 земель, в состав которых входят округа, районы, города в ранге районов и общины. Каждая из 16 земель имеет собственные правительства и избираемые населением парламенты. Основой формирования германской системы местного управления послужили реформы правительства барона фон Штейна, и, в частности, введенный в 1808 г. прусский Устав городов, предполагавший развитие системы общинного самоуправления. Наряду с представительным городским органом образовывался коллегиальный исполнительный орган - магистрат, с помощью которого органы местного самоуправления решали местные дела не только от своего имени, но и по поручению государства. В начале XX века общины попали под жесткий государственный контроль, посредством которого городские и сельские общины вовлекались в процесс исполнения задач государственного управления.[21]

В настоящее время Основной закон (Конституция) гарантирует право общин на самоуправление: "Общинам должно предоставляться право самостоятельно регулировать все вопросы местного уровня в рамках законов". Общины в Германии интегрированы в общую систему государственной власти, осуществляя свою власть как часть государства и по его полномочиям. Существуют компетенции общин, при которых государство не вмешивается в процесс решения некоторых проблем, но в определенных случаях решающее значение имеют указания вышестоящих государственных органов, при этом общины осуществляют административные функции по поручению. Основополагающим законом для жизнедеятельности общин являются "Положения об общинах", детализирующие перечень вопросов, относящихся к компетенции общин.

Различия в полномочиях различных германских земель появились главным образом по окончании II Мировой войны из-за того, что земли, входившие в состав разных оккупационных зон, старались приблизить местное законодательство к

[21]Кутафин О.Е., Фадеев В.И. Муниципальное право Российской Федерации. - М.: “Юристъ”, 1997, с.52-53.

законам, действовавшим на тот момент в странах-победительницах - США, Великобритании, Франции, что и обусловило имеющиеся сходства как с англосаксонской, так и с французской моделями местного самоуправления[22].

Местное управление в России также всегда представляло собой смешанную модель местного самоуправления. В общепринятом смысле слова местное самоуправление было введено в России в 1864 г. после крестьянской реформы 1861 г.[23] В условиях крепостного права все попытки установить в России местное самоуправление (в том числе реформы Петра I и Екатерины II) оказывались бесплодными.[24]

Земская (1864 г.) и городская (1870 г.) реформы Александра II преследовали цель осуществить децентрализацию управления и развить начала местного самоуправления в России. Положение о губернских и уездных земских учреждениях от 1 января 1864 г. учреждало органы местного самоуправления - выборные земские собрания (губернские и уездные) и избираемые ими соответствующие земские управы. Организация городского самоуправления определялась Городовым положением от 16 июня 1870 г. и была основана практически на тех же принципах, что и земское самоуправление. Органами городского самоуправления являлись городская дума и городская управа. Земские и городские органы самоуправления заведовали местными хозяйственными делами, были наделены правом на основании общих гражданских законов приобретать и отчуждать движимое и недвижимое имущество, заключать договоры, принимать обязательства, выступать в качестве истца и ответчика в судах по имущественным делам.

---

[22] Германский Фонд международного правового сотрудничества. Местное самоуправление в Германии. - М., 1996, с.12-13.

[23] Сходство германской модели самоуправления с англосаксонской и континентальной моделями отмечалось и ранее. Н.М.Коркунов писал: “Прусское законодательство слагалось в 1872-1883 гг., и, следовательно, составители его могли воспользоваться всем, что выработали в этом отношении лучшего законодательства других стран и современная политическая наука... На выработку нового законодательства в значительной степени влияли идеи Гнейста, впервые научившего континентальную Европу понимать своеобразные формы английского местного самоуправления.” (см. Коркунов Н.М. Русское государственное право. Т.2. -С.-П., 1903, с.385.).

[24] Еремян В.В., Федоров М.В. Местное самоуправление в России (XII- начало XX вв.). - М., 1998, с.97-139.

Земские и городские органы местного самоуправления не были подчинены местной правительственной администрации, но свою деятельность они осуществляли под контролем правительственной бюрократии в лице министра внутренних дел и губернаторов. Земские и городские органы местного самоуправления были самостоятельны в пределах своих полномочий. Закон определял случаи, в которых их действия подлежали утверждению и контролю правительственных органов. Русские правоведы того времени отмечали сходство русской системы организации местного самоуправления с системам, действующими в других европейских государствах. Так, А.Васильчиков в своей работе “О самоуправлении” отмечал: “...во всех благоустроенных государствах местное управление распределяется между двумя разрядами или группами учреждений и властей. Первую группу составляют так называемые общественные союзы, основанные на разных житейских связях, имущественных - как сельское общество в России, религиозных - как церковный приход (parish) в Англии, или на одном только сожительстве, соседстве - как германская Gemeinde, французская commune, американский township, русская волость. Вторую группу образуют территориальные или административные округа. В России - уезды и губернии. В Англии и Америке - counties, shires. В Германии - Kreise, Bezirke, Provinzen. Во Франции - cantons, arrondissements, departements”.[25]

Н.М.Коркунов, сравнивая прусское и российское законодательство, пришел к следующему выводу: “Нельзя не заметить не мало точек сближения между прусским и нашим местным управлением. В нашей литературе было даже высказано предположение о прямом заимствовании прусским законодательством из нашего”.[26]

Развитие местного самоуправления, однако, тормозила инерция самодержавного правления. Даже территориально земское и городское самоуправление было введено главным образом в коренных российских губерниях. Его вплоть до Февральской революции не было в Сибири, Туркестане, на Кавказе, в западных губерниях. Кроме

[25] Васильчиков А. О самоуправлении. Сравнительный обзор русских и иностранных земских и общественных учреждений. Т.1. Изд.3-е. - С.-П., 1872, с.57-58.

того, система земских учреждений оказалась недостроенной на низовом уровне: не были реализованы идеи об учреждении земств в волостях.

Новая попытка преобразовать систему местного самоуправления была предпринята Временным правительством: 21 мая 1917 г. был принят Закон о земской реформе. Согласно этому закону местное самоуправление внедрялось повсеместно. Учреждалось волостное земство, самоуправление вводилось также в железнодорожных, пристанционных, фабрично-заводских, промысловых, рудничных, и прочих поселках, где имелись достаточно выраженные местные потребности. Кроме того, устранялся дуализм земского и городского самоуправления. Самоуправление становилось аппаратом государственного управления, ему передавалась вся власть на местах, и в том числе дела государственного значения: устройство бирж труда, заведывание милицией, и т.д. Земские и городские собрания по-прежнему избирали свои исполнительные органы - управы, однако состав управ никем не утверждался. Государственный надзор за деятельностью органов местного самоуправления выражался в форме протестов на решения этих органов в случаях нарушений закона.[27]

Таким образом, Временное правительство, реформируя местное самоуправление, двигалось в сторону общеевропейских стандартов в данной сфере, стремясь к демократизации управления на местах. Реформа, возможно, привела бы к позитивным результатам, если бы не произошла Октябрьская революция.

На смену земскому самоуправлению пришли Советы рабочих, солдатских и крестьянских депутатов, являющиеся органами государственной власти. На практике Советы выступали главным образом как митинговые органы, рождающие решения в малопродуктивных дискуссиях, вынужденные сужать свои функции, отдавая решение многих вопросов исполнительным органам. Советы в роли органов, управляющих многими сторонами местной жизни, выступили лишь в период новой экономической

---

[26] Коркунов Н.М. Русское государственное право. Изд-е 4. Т.2.- С.П., 1903, с.386.
[27] Васильев В.И. Местное самоуправление. Учебное и научно-практическое пособие. - М., 1999, с.49-50.

политики. Первое положение о сельских Советах было принято в 1920 г., а за ним после начала НЭПа последовала серия положений о Советах разных уровней, в том числе и нормативные документы, касающиеся финансово-экономической самостоятельности Советов. Основой их относительной самостоятельности стали бюджеты, а еще одной примечательной чертой в период НЭПа стало широкое развитие хозяйственно-договорных отношений, гарантировавших возможность свободного усмотрения местных органов власти в распоряжении своим имуществом и денежными средствами при выполнении обязанностей, возложенных на них законом. Такое участие Советов в товарно-денежных отношениях в целом повторяло практику хозяйственной деятельности земских и городских управ. Однако ни в одном официальном документе Советы не назывались органами местного самоуправления. Л.Велихов, рассуждая о том, существует ли самоуправление в СССР, приходил к утвердительному ответу только с точки зрения государственной теории управления с соответствующими классовыми поправками.[28]

По окончании периода НЭПа Советы потеряли свое значение как органы местного самоуправления (см. выше).

Новый этап в развитии органов местного самоуправления начался в конце 80-х-начале 90-х годов, начиная с выборов народных депутатов СССР в 1989г., выборов в Верховные Советы республик и местные Советы в 1990-1991г., и принятия в 1990 г. Закона СССР “Об общих началах местного самоуправления и местного хозяйства в СССР”. В настоящее время местное самоуправление осуществляется в соответствии с Конституцией РФ, Федеральным законом “Об общих принципах организации местного самоуправления в Российской Федерации”, другими федеральными законами, конституциями, уставами и законодательными актами субъектов Федерации, уставами и другими нормативными актами муниципальных образований. Таким образом, правовое регулирование деятельности местных органов власти осуществляется на трех уровнях - федеральном, субъектов Федерации и самих

[28] Там же, с.61-64.

муниципальных образований. При этом система правового регулирования нуждается в существенной доработке, поскольку отсутствует четкая схема наделения органов местного самоуправления государственными и местными полномочиями, ряд положений нарушает конституционные принципы самостоятельности органов местного самоуправления.

Заметим также, что в российском законодательстве отсутствует четко определенный порядок регламентирования компетенции муниципальных образований, что не позволяет отнести российскую систему местного самоуправления ни к одной из выше рассмотренных моделей местного самоуправления.[29]

Кроме того, сложность рассматриваемой проблемы заключается в том, что в то время как в большинстве европейских стран термин “муниципальные образования” представляет собой общее наименование для любого территориального образования в рамках федерального или унитарного государства, то по российскому законодательству термин “муниципальный” относится лишь к органам местного самоуправления, стоящим в иерархии власти на третьей ступени, после органов федеральной власти, и органов управления субъектов федерации.

Другой смысл, часто закладываемый в понятие “муниципальный”, аналогичен понятию “городской”, или, если говорить точнее, используемое в разных сочетаниях определение “городской” понимается как подвид определения “муниципальный”. Однако, в России два города - Москва и Санкт-Петербург - имеют статус субъекта федерации, в связи с чем указанная логическая связь нарушается.

1.3. Финансовые основы субъектов федерации

[29] Так, в Федеральном законе “Об общих принципах организации местного самоуправления в РФ” п.2 ст.6 закрепляет за муниципальными образованиями право “принимать к своему рассмотрению ...вопросы, отнесенные к вопросам местного значения законами субъектов РФ, а также вопросы, не исключенные из их ведения и не отнесенные к ведению других муниципальных образований и органов государственной власти”, т.е. устанавливает характерный для англосаксонской модели негативный способ регламентирования компетенции муниципальных образований. С другой стороны, ст.8 “Устав муниципального образования” уже

и муниципальных образований

Эффективность управления любым территориальным образованием определяется прежде всего имеющимися в распоряжении региональных и местных органов власти материальными ресурсами, и совокупностью правовых норм, регулирующих процесс формирования и использования этих ресурсов.[30] Так, Европейская Хартия о местном самоуправлении в качестве одного из основополагающих моментов в деятельности органов местного самоуправления выдвигает принцип соразмерности их финансовых средств предоставленным им конституцией или законом полномочиями.[31] Если рассматривать регионы России, юридически имеющие статус субъектов федерации и представляющие собой второй уровень системы государственного управления, как территориальные образования надмуниципального уровня, то указанный принцип должен быть основополагающим и в деятельности субъекта федерации.

Разграничение федеральной собственности и собственности субъектов федерации проведено рядом федеральных нормативных актов, однако порядок создания, приобретения, использования и отчуждения объектов собственности субъекта федерации регулируется законами (конституциями, уставами) самого субъекта. В самом общем виде финансово-экономическую основу субъекта федерации составляют:

- имущество органов государственной власти региона;

содержит часть компетенции муниципального образования, и в ней не упоминается о негативном способе определения компетенции.

[30] Русский исследователь в области городского хозяйства Л.А.Велихов писал об этом в своей книге "Основы городского хозяйства": "Городское самоуправление не мыслится без отграниченных для него финансовых источников и более или менее самостоятельного распоряжения финансами. При наивыгоднейших условиях - квалифицированном личном составе, широкой компетенции, полноправии, самостоятельности ... и рациональной организации самоуправления, городское хозяйство беспомощно, если оно страдает недостатком финансовых средств, и, наоборот, богатство населенных населенных центров само по себе, при сколько-нибудь рациональном муниципальном финансовом законодательстве, как это наблюдается на примере северо-американских городов, позволяет им достигать положительных результатов... Городское благоустройство в своих главных отраслях создается за счет финансов городского самоуправления, и, следовательно, как общее правило, уровень этого благоустройства в каждом данном городе прямо пропорционален значительности его финансовых прав и ресурсов. Поэтому умение изыскивать доходные источники всегда признавалось основным требованием, предъявляемым к городскому хозяину".

[31] Европейская Хартия о местном самоуправлении, ч.1, ст.9.

- средства бюджета субъекта федерации, соответствующих внебюджетных и валютных фондов, иное имущество;

- земля и другие природные ресурсы на территории субъекта федерации, не находящиеся в государственной федеральной, муниципальной и частной собственности;

- коммерческие и некоммерческие организации;

- имущественные комплексы;

- отдельные средства производства промышленности, транспорта, связи, топливно-энергетического комплекса, других отраслей;

- учреждения и объекты социально-культурной сферы, культурные и исторические ценности;

- ценные бумаги;

- иное имущество, необходимое для решения задач, стоящих перед органами государственной власти субъекта федерации.

Финансово-экономические основы местного самоуправления представляют собой совокупность правовых норм, закрепляющих и регулирующих общественные отношения, связанные с формированием и использованием муниципальной собственности, местных бюджетов и иных местных финансов в интересах населения муниципальных образований.[32]

В соответствии со ст.28 и 29 Федерального Закона "Об общих принципах организации местного самоуправления" финансово-экономические основы местного самоуправления составляют:

1) муниципальная собственность, в том числе:

- средства местного бюджета;

- муниципальные внебюджетные фонды;

- имущество органов местного самоуправления;

---

[32] Кутафин О.Е., Фадеев В.И. Муниципальное право Российской Федерации. - М.: “Юристъ”, 1997, с.230.

- муниципальные земли и другие природные ресурсы, находящиеся в муниципальной собственности;

- муниципальные предприятия и организации;

- муниципальные банки и другие финансово-кредитные организации;

- муниципальный жилищный фонд и нежилые помещения;

- муниципальные учреждения образования, здравоохранения, культуры и спорта, и другое движимое и недвижимое имущество;

2) местные финансы;

3) имущество, находящееся в государственной собственности и переданное в управление органам местного самоуправления;

4) иная собственность, служащая удовлетворению потребностей населения муниципального образования.

Муниципальные финансы как совокупность денежных средств, которым располагает орган местного самоуправления, формируются за счет зачисления в доходную часть бюджета:

- местных налогов, сборов и штрафов;

- отчислений от федеральных налогов и налогов субъектов Федерации;

- финансовых средств, переданных органами государственной власти для реализации отдельных государственных полномочий;

- части прибыли муниципальных предприятий;

- средств, полученных в результате приватизации или сдачи в аренду имущества;

- заемных средств.

Наличие муниципальной собственности, таким образом, является лишь отправным моментом для начала эффективной финансово-экономической деятельности местных органов власти. На практике принцип соразмерности ресурсов полномочиям в условиях российской действительности соблюдается достаточно редко. Так, до настоящего времени степень централизации бюджетных средств на уровне государства и субъектов Федерации остается весьма значительной, а доля

бюджетов органов местного самоуправления снижается: в 1990 г. она составляла 23,4%, в 1994 г. - 22,3%, в 1995 г. - 21,8%. При этом только из средств, расходуемых в стране на социальную политику, 42% приходится на уровень местного самоуправления.[33] Подобная ситуация стала возможной вследствие того, что федеральное законодательство не отрегулировало полномочия местного самоуправления как полноценного субъекта властных отношений. В настоящее время регулирование отношений между бюджетами субъектов Федерации и местными бюджетами отнесено к компетенции субъектов Федерации. При этом установлено, что формирование местного бюджета осуществляется органами местного самоуправления самостоятельно, путем применения единой методологии, установленной органами государственной власти. Но федеральное законодательство не установило подобных стандартов в форме, позволяющей применять их для определения гарантированного минимального местного бюджета. Подобное несовершенство законодательства позволяет субъектам Федерации применять каждому свои правила межбюджетного регулирования, ущемляя права местного образования.[34]

Не решен до конца вопрос о наделении муниципальных образований собственностью. Муниципальная собственность формируется с 1989-1991 гг., отчасти за счет передачи в распоряжение местных органов объектов социальной сферы и жилья. За это время муниципальный фонд социальных объектов вырос в среднем на 65%, но это не привело к кардинальным изменениям. Так, прием в муниципальную собственность ведомственного жилого фонда в Новгороде увеличило жилой фонд в 2 раза, но реальные затраты на его содержание превышали городской бюджет. Ситуацию спасло лишь использование новых форм хозяйствования: привлечение 10 товариществ собственников позволило снизить расходы на содержание жилищного фонда.

---

[33] Цветкова Г. Социальное управление на муниципальном уровне./ “Экономист”, 1999, №7, с.53.

Неэффективной оказалась также схема приватизации, проведенной без учета интересов муниципальных образований. Муниципалитеты практически не получили средств в результате приватизации: в январе-ноябре 1997 г. в федеральный бюджет поступило 69,1% всех средств, в бюджеты субъектов Федерации - 14%, в местные бюджеты - всего 3,1%.[35]

Трудности управления финансово-хозяйственной сферой побуждают региональные власти и местные органы самоуправления самостоятельно изыскивать дополнительные источники финансирования. Одним из таких способов является выпуск облигационных займов, возможность реализации которого закреплена в Федеральном Законе “О финансовых основах местного самоуправления в Российской Федерации” от 25.09.1997г. №126-ФЗ, а также в Бюджетном Кодексе Российской Федерации. Эффективность заимствований обеспечивается контролем со стороны администрации, правильным выбором размеров, сроков и объектов инвестирования, согласованностью действий всех участников процессов эмиссии и управления займом. В самом общем виде выпуск и размещение облигационных займов позволяет решить следующие задачи на уровне субъектов федерации и местных органов власти:

1. Политические:

- ослабление зависимости региона от дотаций федерального бюджета;
- повышение авторитета местной администрации, а, следовательно, и социальной стабильности в регионе, в случае успешного проведения займа.

2.Бюджетные:

- покрытие дефицита бюджета субъекта федерации или местного образования;
- смягчение последствий неравномерного поступления платежей в бюджет;
- частичное решение проблемы взаиморасчетов;
- привлечение дополнительных финансовых ресурсов без увеличения налогового бремени на предприятия и население местной территории;

---

[34] Леонтьев Г.К. Федерализм и местное самоуправление./ “Федеративные отношения и региональная социально-экономическая политика”, 1999, №6, с.112-114.

- диверсификация источников и удлинение сроков заимствования.

3. Инвестиционные:

- финансирование инвестиционных проектов;

- финансирование объектов социальной инфраструктуры;

- активизация местного фондового рынка и стимулирование его интеграции в страновой и международный финансовые рынки.

4. Социальные:

- финансирование социальных программ;

- создание новых рабочих мест;

- создание эффективного инструмента для защиты денежных средств населения от обесценения.

Региональные фондовые рынки в целом и рынки муниципальных облигаций в частности находятся в Российской Федерации в стадии формирования. Поэтому особый интерес представляет опыт заимствования местных органов власти зарубежных стран.

1.4. Особенности формирования и развития рынка муниципальных долговых обязательств в зарубежных странах

1.4.1. Выпуск муниципальных ценных бумаг в США

Рынок долговых обязательств местных органов власти является наиболее значимым по объему и разнообразию присутствующих на нем фондовых инструментов в США. Это связано в первую очередь с историческими особенностями организации государственного устройства, а также с тем обстоятельством, что фондовый рынок США традиционно являлся одним из основных механизмов перераспределения финансовых ресурсов.

---

[35] Цветкова Г. Социальное управление на муниципальном уровне./ “Экономист”, 1999, №7, с.53.

Исторически США создавались как децентрализованное государство на основе политического союза между добившимися полной независимости колониями. До настоящего времени Конституция США не дает четкого разграничения административно-управленческих и хозяйственных функций между различными уровнями государственной власти, что позволяет штатам самостоятельно определять направления социально-экономического развития региона. Кроме того, в США существуют так называемые "конституционные традиции", определяющие вполне лояльное отношение федеральной власти к формированию социально-экономической политики штатов и деятельности местных органов власти.

Вплоть до завершения гражданской войны между Севером и Югом (1861-1865гг.) штаты оставались полунезависимыми государствами, обладающими правом эмиссии денежных знаков, формирования налоговой политики, осуществления внешнеторговой деятельности, и т.д. Разработка основных элементов социально-экономической государственной политики США начиналась с уровня штатов и местных органов власти. Именно таким образом были сформированы налоговая и бюджетная системы государства. Штаты на своей территории осуществляли такие государственные функции, как регулирование торговли, страхования, разработка норм трудового права, финансирование социальных служб, и т.д.

Процесс концентрации производства и капитала в конце XIX-начале XX в. создал объективную потребность в усилении централизации государственного управления. В результате определенные экономические и социальные функции, в том числе и регулирование денежно-кредитной сферы, стали прерогативой федеральной власти. Катализатором процесса централизации власти явился экономический кризис 1929-1933 гг., который продемонстрировал неспособность штатов и местных властей самостоятельно справиться с возникшими социально-экономическими трудностями даже на низших территориальных уровнях: во время Великой депрессии свыше 4600 муниципалитетов оказались банкротами и не смогли рассчитаться по своим

обязательствам.[36] Резкое расширение масштабов централизованного государственного вмешательства привело к тому, что в период с 1929 г. федеральные расходы возросли в 3,4 раза, а их доля в совокупных расходах всех уровней власти возросла с 25 до 45,4%.

Концентрация бюджетных средств на федеральном уровне еще более усилилась в период второй мировой войны. Конгресс США принял ряд законов, временно запрещающих штатам и местным органам власти прибегать к выпуску займов и увеличивать свои доходы и расходы выше фиксированной величины. За годы войны произошло резкое повышение доли федеральных расходов во всей сумме государственных бюджетных средств: с 51,8% в 1940 г. до 90,4% в 1945 г.[37]

После Второй мировой войны наметилась тенденция расширения функций местных органов власти, что обусловило начало процесса перераспределения средств в пользу местных органов власти. Однако, довоенные пропорции восстановлены не были, и в США, как и в других странах, центральные бюджеты продолжали доминировать. Бюджетные расходы по долгу штатов и муниципалитетов превысили в 1946 г. 0,4 млрд. долл. (в то время как расходы централизованного бюджета превысили 4,7 млрд. долл.), а за 30 лет они выросли в 4,3 раза, достигнув в 1976 г. 11,3 млрд. долл. (расходы централизованного бюджета выросли за этот период в 7,9 раз).[38]

С конца 70-х годов рост рынка муниципальных обязательств продолжился. Этому росту способствовало начало активной деятельности учрежденного в 1975 г. специального органа - Управления по регулированию муниципальных ценных бумаг (MSRB - Municipal Securities Regulatory Board). Учреждение такого органа было

---

[36] Местные органы власти в США: организация управления и экономической деятельности. Сб. обзоров. - М.: ИНИОН, 1996, с.105.
Однако, справедливости ради, отметим, что хотя в разгар Великой депрессии общая сумма просроченной задолженности американских муниципалитетов достигала 2,85 млрд. долларов, большая часть этой задолженности была погашена в 40-е годы (см.: Новиков А. Инструменты рынка муниципальных ценных бумаг за рубежом. / “Рынок ценных бумаг”, 1997, №4, с.26).
[37] Моргачев В.Н. Формы и методы территориального управления в США и Канаде.- М.: “Наука”, 1987, с.8-9.
[38] Павлова Л.П. Местные финансы в условиях государственно-монополистического капитализма. Дисс. на соиск. учен. степ. д.э.н. - М., 1978.

вызвано объективной необходимостью, поскольку рынок муниципальных ценных бумаг большую часть этого столетия оставался практически нерегулируемым: положения, относящиеся к выпуску и обращению муниципальных ценных бумаг присутствовали в действующем законодательстве только в части, касающейся борьбы с мошенничеством (раздел 17(а) Закона о ценных бумагах 1933 г. и раздел 10(б) Закона о биржах 1934 г.). Потребность в усилении государственного влияния в этой области особенно остро проявилась именно в начале 70-х годов, когда Комиссия по ценным бумагам была вынуждена принять ряд запретительных решений, касающихся 72 профессиональных участников рынка, из-за их пренебрежения к стандартам техники торговли и ведения клиентских счетов, манипулирования ценами, и прочих нарушений, связанных с их деятельностью именно на рынке муниципальных ценных бумаг. В результате в 1975 г. Конгресс принял Поправки к Законам о ценных бумагах, согласно которым были введены в действие обязательные регистрационные требования к брокерам и дилерам, занимающимся торговлей на рынке муниципальных ценных бумаг, а также расширены полномочия Комиссии по ценным бумагам в отношении вышеназванных участников торговли. Кроме того, было создано Управление по регулированию муниципальных ценных бумаг как саморегулируемая организация брокеров и дилеров, работающих с данными фондовыми инструментами, наделенная регулятивными полномочиями. При этом MSRB не получила полномочий контрольной или принудительной власти в отношении эмитентов муниципальных ценных бумаг. Поправка 1975 г., таким образом, не создала регулятивный механизм выпуска и обращения муниципальных ценных бумаг, не предъявила новых требований к их эмитентам.[39]

В 1989-1990 гг. Комиссией по ценным бумагам и биржам были разработаны и приняты положения, направленные против мошенничества на финансовых рынках. Теперь каждый андеррайтер, участвующий в осуществлении эмиссии муниципальных

[39] Municipal securities market: Hearings before the Subcomm. on telecommunications a. finance of the Comm. on energy a commerce, House of representatives, 103d Congr., 1st sess., Sept.9 a Oct.7, 1993. - Wash.: Gov. print off.,

ценных бумаг номинальной стоимостью не менее 1 млн. долл., должен осуществлять проверку и предоставление в Управление по регулированию муниципальных ценных бумаг официального отчета, фактически представляющего собой проспект эмиссии, а также обеспечивать ознакомление с этим отчетом всех потенциальных инвесторов. Введение данных нормативных документов фактически устанавливало новые информационные требования к эмитентам.[40] Эти и другие меры по защите инвесторов от несостоятельности эмитентов в сочетании с эффективной налоговой политикой в отношении муниципальных долговых обязательств позволяют этому финансовому инструменту оставаться привлекательным для различных типов инвесторов.

В США муниципальные облигации представляют собой ценные бумаги, выпущенные штатами, округами, городами, школьными округами, специальными районами.[41]

Общим самым важным преимуществом муниципальных ценных бумаг для инвесторов является освобождение процентного дохода по ним от федерального подоходного налога. Этот вид доходов также освобождается и от штатных и местных налогов в случае, если инвестор проживает на территории муниципального образования, эмитировавшего данные ценные бумаги, что делает этот вид ценных бумаг особенно привлекательным финансовым инструментом для жителей штатов с высоким уровнем налогообложения. Существуют также муниципальные облигации, не имеющие таких льгот. К ним относятся определенные муниципальные выпуски, эмитированные после проведения налоговой реформы 1986 г. для несущественных

1994, p.12-17.

[40] Костиков И.В. Сравнительный анализ государственного заимствования в развитых странах и России (региональный и местный уровень). Дисс. на соиск. учен. степ. к.э.н. - М., 1998, с.73-74.

[41] В 60-70-е годы в научной литературе велись споры о правомерности отнесения бюджетов штатов к группе местных бюджетов, а, следовательно, и ценных бумаг, эмитированных штатами, к разряду муниципальных. Например, В.Стоунфрост, А.Илерсик считали, что бюджеты штатов в США являются самостоятельным звеном бюджетной системы. (см. Павлова Л.П. Указ. соч., с.29.) Напротив, А.Маршалл считает, что любое образование имеет право именоваться местным в случае, если оно: 1) функционирует на ограниченной территории внутри государства, 2) осуществляет местные выборы, 3) обладает определенной долей автономии, включающей и право налогообложения (Marshall A.H. Local Government in the Modern World. - University of London, 1965, p.5).

целей. Несущественными считаются выпуски для получения средств на строительство спортивных сооружений, автостоянок, промышленных зон, создания возможностей контроля окружающей среды. Другим налоговым исключением являются выпущенные после 1986 г. облигации промышленного развития: к ним относят облигации, не менее 10 процентов выручки от продажи которых используются частными фирмами. Процентный доход, получаемый по таким облигациям облагается налогом по альтернативной минимальной ставке.[42]

На начало 1998 г. общий объем находящихся в обращении муниципальных ценных бумаг составлял 1,3 трлн. долл., что составляло 16% от ВВП, около 40% от объема ценных бумаг федерального казначейства, и около 65% от объема рынка корпоративных долговых обязательств.[43] В таблице 1 показана динамика объема рынка муниципальных облигаций США.

Таблица 1. ***Динамика задолженности по муниципальным облигациям США****

Год	1950	1960	1970	1975	1980	1985	1988	1990	1992	1994	1996	1997
Трлн. долл.	0,02	0,07	0,14	0,23	0,40	0,86	1,08	1,18	1,30	1,34	1,30	1,35
В % от ВВП	8	14	14	15	15	21	22	20	21	19	17	16

* Источник: Костиков И.В. Сравнительный анализ государственного заимствования в развитых странах и России (региональный и местный уровень). Дисс. на соиск. учен. степ. к.э.н. - М., 1998, с.78-79.

Крупнейшими единичными эмиссиями муниципальных ценных бумаг в послевоенной истории США были следующие выпуски: California - 4 млрд. долл. в 1994 г., New Jersey Economic Authority - 2,8 млрд. долл. в 1997г., New Jersey Turnpike Authority - 2 млрд. долл. в 1985 г., Los Angeles County, Calif - 1,965 млрд. долл. в 1994 г., и New Jersey - 1,8 млрд. долл. в 1992 г.[44]

Муниципальные облигации считаются одними из наиболее надежных долговых инструментов, уступающими только бумагам центрального правительства. При этом их все же не рассматривают в качестве безрисковых, если они не гарантированы

В современной литературе отсутствуют какие-либо дискуссии по данному вопросу, все авторы говорят о ценных бумагах штатов как о разновидности муниципальных.

[42] Вартанов М. Опыт американского рынка муниципальных бумаг./ “Финансист”, 1997, №4, с.26.

[43] Костиков И.В. Сравнительный анализ государственного заимствования в развитых странах и России (региональный и местный уровень). Дисс. на соиск. учен. степ. к.э.н. - М., 1998, с.78.

национальным правительством. О степени надежности тех или иных облигаций можно судить по кредитному рейтингу заемщика. В начале 90-х годов около 27% штатов-заемщиков имело наивысший рейтинг - Ааа по оценке агентства “Moody”, 51,2% имело рейтинг Аа. Самый низкий рейтинг среди штатов - Ваа и Ваа1 - имели штаты Луизиана и Массачусетс.[45]

То обстоятельство, что вложения в муниципальные ценные бумаги все же подвержены определенному кредитному риску, подтверждается значительным числом дефолтов муниципальных заемщиков (см. данные таблицы 2).[46]

Таблица 2. ***Дефолты по муниципальным облигациям***

Годы	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Число эмиссий	7	16	24	42	55	142	155	144	98	150	236
Объем эмиссий, млн.долл	97	50	2270	482	373	1195	1635	1063	1077	1919	4734

Источник: Sundaresan S.M. Fixed Income Markets and Their Derivatives. - Cincinnati, Ohio, 1997, p.416.

Крупнейшим банкротством самоуправления в США считается банкротство калифорнийского муниципалитета Orange County в 1994 г., когда в результате проведения местным казначеем политики рискованных вложений при размещении муниципальных финансовых ресурсов были получены убытки в размере 1,7 млрд. долл. Возможность данного банкротства была предопределена содержанием инвестиционных правил штата Калифорния, обязательных для исполнения при размещении муниципальных средств, дававших широкие полномочия для рискованных операций на рынке капиталов.[47]

Инвесторы, преобладающие на рынке муниципальных ценных бумаг, - это физические лица, банки, страховые компании (см. таблицу 3). Хотя эти группы и доминируют на рынке с середины 1950-х, их относительное участие претерпело

---

[44] Там же, с.79.
[45] Scott D.L. Municipal bonds. The basics and beyond. - Probus Publishing Company, Chicago, 1992, p.150.
[46] В американской практике под дефолтом понимается неисполнение в установленный срок обязательств эмитентом, либо исполнение этих обязательств третьей стороной.
[47] Данков А. Муниципальные банкротства в США: выводы для России. / “Рынок ценных бумаг”, 1999, №13, с.12-14.

изменения по мере того как Налоговый Кодекс изменил относительный спрос на муниципальные ценные бумаги. Участие индивидуальных инвесторов значительно изменилось с 1972 г. Их доля на рынке муниципальных бумаг с некоторыми прерываниями имела тенденцию к уменьшению, однако, в 1981 г. тренд поменял направление, и индивидуальные инвесторы сейчас являются их крупнейшими держателями.

Таблица 3. ***Держатели муниципальных ценных бумаг****

Годы	Физические лица**		Банки		Страховые Компании		Прочие	
	млрд. долл.	в %	млрд. долл.	в %	Млрд. Долл.	в %	млрд. долл.	в %
1970	46,0	31,9	70,2	48,6	17,0	11,8	11,1	7,7
1972	48,4	27,4	90,0	51,0	24,8	14,1	13,4	7,6
1976	62,2	29,9	101,1	48,6	30,7	14,7	14,0	6,7
1978	96,7	30,8	126,2	40,3	62,9	20,1	27,7	8,8
1980	108,8	29,8	148,8	40,7	80,5	22,0	27,3	7,5
1982	174,5	38,7	158,3	35,1	87,0	19,3	31,5	7,0
1984	267,1	47,3	174,6	30,9	84,7	15,0	38,0	6,7
1986	433,1	54,9	203,4	25,8	101,9	12,9	51,2	6,5
1988	611,1	65,1	151,6	16,1	134,1	14,3	42,6	4,5
1990	758,1	71,4	117,4	11,1	136,9	12,9	49,7	4,7
1991	850,5	75,2	103,2	9,1	126,8	11,2	51,1	4,5
1992	914,6	76,4	97,5	8,1	134,3	11,2	50,9	4,3
1993	963,3	76,6	99,4	7,9	138,3	11,0	56,8	4,5
1994***	981,5	77,3	99,8	7,9	139,4	11,0	49,3	3,9

* Источник: Zipf R. How Municipal Bonds Work. - New York Institute of Finance, 1995, p.140.
** Включая вложения физических лиц в паевые и прочие фонды, трастовые компании.
*** Данные за 1 квартал 1994 г.

Муниципальные власти эмитируют множество долговых инструментов. По способу обеспечения долга они подразделяются на 1) облигации общих обязательств (general obligation bonds), и 2) доходные облигации (revenue bonds). Первая группа обязательств обеспечиваются налоговым потенциалом эмитента, вторая группа - доходами, получаемыми от эксплуатации финансируемых за счет эмиссии проектов. Одним из существенных изменений в структуре рынка является постепенное возрастание удельного веса доходных облигаций в общем объеме муниципальных долговых обязательств (см. таблицу 4).

Таблица 4. ***Доля облигаций общих обязательств и доходных облигаций в общем объеме эмиссий муниципальных долговых обязательств****

Годы	Объемы новых Эмиссий, млрд. долл.	Доля облигаций Общих обязательств, %	Доля доходных Облигаций, %
1974	23,6	56	44
1976	35,4	51	49
1978	48,2	37	63
1980	48,4	29	70
1982	78,3	27	73
1984	101,9	27	73
1986	148,5	29	71
1988	117,8	27	73
1990	127,9	31	69
1991	171,2	35	66
1992	235,0	35	65
1993	292,0	31	69

∗ Источник: Zipf R. How Municipal Bonds Work. - New York Institute of Finance, 1995, p.191.

Меньшая популярность облигаций общего обеспечения объясняется условиями их погашения. В случае, если уровень установленных налогов не позволяет аккумулировать достаточное количество средств для погашения задолженности, то в целях ликвидации долга перед держателями облигаций эмитент имеет право повысить налоговые ставки или расширить базу налогообложения. Эмиссия облигаций общего обеспечения осуществляется для финансирования строительства школ, противопожарных сооружений, муниципальных больниц. Процентный доход по таким облигациям ниже, чем по доходным, поскольку облигации общего обеспечения более надежны. В большинстве штатов установлены ограничения на объем задолженности по облигациям общего обеспечения. Помимо этого, эмитенту необходимо получить санкцию местного законодательного собрания или поддержку населения в ходе проведения референдума.[48] Практика показывает, что более 35% всех референдумов по выпуску облигаций по разным причинам дают отрицательный результат.[49]

Долг по доходным облигациям выплачивается либо за счет доходов, собираемых в виде платы за пользование объектом, либо за счет выручки от его

[48] Management Policies in Local Government Finance./ Ed. J.R.Aronson, E.Schwartz. - Wash., 1975, p.240.

продажи. В случае, если этих доходов окажется недостаточно, владелец облигации не сможет требовать от правительства возврата денежных средств, поскольку доходные облигации не обеспечиваются безусловной гарантией властей. Уменьшению кредитного риска по таким облигациям способствует жесткое планирование структуры потока денежных средств. Все доходы от предприятия должны помещаться в доходный фонд, из которого позже происходит перераспределение средств в специальные фонды: фонд управления и эксплуатации, фонд погашения, резервный фонд обслуживания долга, фонд модернизации, резервный эксплуатационный фонд, резервный фонд.

Эффективная работа предприятия имеет преимущество перед обслуживанием долга по эмиссии, поэтому в первую очередь происходит депонирование части средств доходного фонда в фонд управления и эксплуатации. После вычета операционных расходов денежные средства помещаются в фонд погашения, из которого производятся выплаты держателям облигаций. Часть оставшихся денежных средств затем распределяется в резервные фонды. Резервный фонд обслуживания долга предназначен для покрытия недостатка будущих доходов для последующего обслуживания эмиссии. Функция фонда модернизации - аккумулирование средств для запланированного капитального ремонта и модернизации оборудования. Функция резервного эксплуатационного фонда - аккумулирование средств для чрезвычайных эксплуатационных издержек. Наконец, средства, оставшиеся после всех необходимых выплат, помещаются в резервный фонд, который может использоваться эмитентом по его усмотрению.

При выпуске доходных облигаций оформляются трастовые соглашения, служащие дополнительной гарантией прав владельцев облигаций. В этих соглашениях кроме размеров сумм отчислений в перечисленные выше резервные фонды, включаются и прочие условия: например, оговаривается цена на товар или

---

[49] Финансовая база местных органов власти в США: состояние и перспективы. Сборник обзоров. - М.: ИНИОН, 1997, с.100.

услугу, производимые предприятием, которая рассчитывается исходя из нормативов отчислений по обслуживанию долга. Дополнительные условия трастовых соглашений могут предусматривать наличие права удержания имущества и определять порядок удовлетворения требований по облигациям. Также дополнительные положения соглашений могут оговаривать требования к содержанию имущества в удовлетворительном состоянии, требования к порядку ведения учета и осуществления ревизии независимыми аудиторскими компаниями.[50]

Существуют разнообразные виды доходных облигаций. В таблице 5 указаны некоторые наиболее распространенные их виды, источники выплаты доходов по ним, а также характеристики, на которые необходимо в первую очередь обратить внимание инвестору при покупке данного вида облигаций.

Таблица 5. ***Виды доходных облигаций****

Виды доходных облигаций	Источники выплаты доходов	Основные направления анализа доходных облигаций с точки зрения их инвестиционной привлекательности
Облигации, обеспеченные доходами от аэропорта (Airport Revenue Bonds).	Прибыль аэропорта, получаемая за счет: 1) посадочных выплат, производимых авиалиниями за их полеты; 2) концессий, выплачиваемых ресторанами, магазинами, парковочными стоянками; 3) выплат за стоянку самолетов и заправку топливом; 4) арендных доходов за использование терминалов и ангаров.	1) При финансировании ведения новых услуг: а) анализ спроса для определения зоны обслуживания, а также тенденции загрузки аэропорта; б) финансовый анализ проекта. 2) При определении экономической жизнеспособности аэропорта в долгосрочном периоде: а) анализ тенденции изменения уровня благосостояния в зоне обслуживания; б) выявление зависимости между загруженностью аэропорта и развитием туризма; в) анализ изменения объемов пассажирских и грузоперевозов за последние годы; г) рассмотрение возможного роста привлекательности авто- и железнодорожных перевозок вследствие роста стоимости авиатоплива в регионе; д) анализ зависимости рентабельности аэропорта от возможных изменений маршрутов.
Доходные облигации студенческих займов (Student	Студенческие займы гарантируются либо напрямую федеральным правительством - по	1) Определение процента студенческих займов, гарантируемого FDSLP и FFELP соответственно; 2) учрежден ли фонд гарантии займа, лежит ли

[50] Fabozzi F.J. Bonds markets, analysis and strategies. - New Jersey, Prentice-Hall International, Inc, 1996, p.168.

Loan Revenue Bonds).	Программе студенческих займов (FDSPL), либо косвенно при помощи Федеральной программы займов семейного образования (FFELP).	на эмитенте ответственность за поддержание фонда долговых резервов; 3) анализ возможностей, которыми обладает эмитент при обслуживании займа; 4) анализ изменения ставки по просроченным займам; 5) порядок оплаты резервных требований, критерии выбора ставки федеральных субсидий; 6) наличие у местных властей специальных резервов для компенсации требований в случае дефолта (согласно изменениям федерального законодательства 1993г. компенсация по минимальному уровню дефолта составляет 98%).
Облигации, обеспеченные доходами от больниц (Hospital Revenue Bonds).	1) Отчисления по компенсационным программам (на федеральном уровне - Medicaid и на уровне федерация-штат - Medicare); 2) ассигнования, осуществляемые местными правительствами через систему налогообложения; 3) поступления от коммерческих плательщиков в пользу третьей стороны (например, организации Blue Cross, Организации медицинского обслуживания - HMO, и т.д.); 4) платежи индивидуальных пациентов.	1) Анализ ликвидности больницы (соотношение суммы текущих активов к текущим пассивам); 2) анализ соотношения долгосрочного долга к активам за вычетом задолженности; 3) соотношение планируемого обеспечения обслуживания долга с фактическим обеспечением за последние 5 лет; 4) ежегодный уровень занятости за последние 5 лет; 5) процент врачей больницы, утвержденных на профессиональном уровне, возрастной состав, средняя длительность работы в данной больнице.
Семейные ипотечные облигации (Single-Family Mortgage Revenue Bonds).	1) Доходы от жилищного строительства, гарантия в виде односемейной ипотеки.	1) Наличие гарантии Федеральной жилищной администрации (FHA), Администрации ветеранов (VA), или частных организаций по ипотечному страхованию. В случае отсутствия гарантии отношение займа к стоимости строительства должно быть не более 80%; 2) если займы имеют гарантийное обеспечение менее 100%, необходим 5-10% общий страховой ипотечный полис; 3) наличие долгового резерва в размере не менее полугодового процента по облигациям, а также ипотечного резервного фонда; 4) облигации могут эмитироваться в районе страны, испытывающем экономический подъем,

		что влечет за собой повышение оценки стоимости недвижимости, личного дохода, розничных продаж, снижение уровня безработицы.
Многосемейные доходные облигации (Multifamily Revenue Bonds).	Облигации эмитируются с целью поддержки многосемейных жилищных проектов для пожилых граждан и семей с низким уровнем доходов. Обеспечены: 1) закладными, застрахованными государством; 2) государственными операционными или процентными дотациями; 3) банковскими аккредитивами; 4) арендными платежами.	1) Анализ предоставленных гарантий; 2) при наличии моральных обязательств штата производить выделение средств финансово неблагополучному департаменту штата по жилищному строительству: а) определение наличия бюджетных излишков для субсидирования облигаций; б) присутствие единодушия между исполнительной и законодательной властями по вопросу использования общих доходов штата для субсидирования проекта.
Облигации промышленного развития (Industrial Development Revenue Bonds).	Средства, привлекаемые с помощью этих облигаций, идут на финансирование проектов частного сектора, но эмитентами выступают муниципалитеты или органы местной администрации, которые отвечают за промышленное развитие. В качестве обеспечения выступает сам проект, а залогом их погашения служат фонды и гарантии финансируемой фирмы.	1) Анализ финансового состояния задействованной компании; 2) в случае эмиссии облигаций для дочерней компании большей корпорации необходимо выяснить наличие гарантий со стороны материнской компании; 3) гарантированы ли облигации залогом имущества.
Облигации энергоснабжения (Public Power Revenue Bonds).	1) Доходы, полученные предприятиями по производству электроэнергии. Некоторые выпуски облигаций предназначены для финансирования отдельных эмитентов, которые создают предприятия по производству электроэнергии, управляют ими, и	1) Имеет ли эмитент право повышать ставки на электроэнергию без предварительного обращения к соответствующим регулирующим органам; 2) степень диверсификации потребления между жилыми домами, коммерческими и промышленными потребителями; 3) анализ достаточности роста зоны обслуживания для гарантирования потребления электроэнергии, создаваемой существующими или новыми мощностями; 4) анализ планируемых и фактических затрат на вырабатываемую станцией энергию, их конкурентоспособностью.

	занимаются реализацией электроэнергии. Другие выпуски энергетических облигации эмитируются группами государственных или частных коммунальных предприятий для совместного финансирования проекта по сооружению энергетических предприятий.	
Облигации возмещения ресурсов (Resource Recovery Revenue Bonds).	1) выплаты, производимые предприятиями, поставляющими отходы, подлежащие уничтожению; 2) доходы от продажи произведенного из отходов топлива; 3) доходы от продажи возмещаемых материалов (например, алюминиевого или стального лома); 4) ассигнования местного правительства в случае наличия соглашения с ним об обеспечении транспортировки отходов в течение всего срока функционирования завода.	1) Определение того, насколько опробована технология уничтожения отходов; 2) надежность и опытность строительных подрядчиков, соблюдение необходимых мер предосторожности при строительстве и техническом обслуживании завода; 3) являются ли расценки на производимую энергию фиксированными или привязаны к изменяющимся издержкам на определенные виды топлива; 4) могут ли забастовки и прочие форс-мажорные обстоятельства повлиять на объемы поставок отходов; 5) определение устойчивости бюджетных операций и резервов общего фонда местного правительства, которое должно оплатить тариф за услуги.
Доходные облигации платных дорог (Toll Road and Gas Tax Revenue Bonds).	Два основных вида облигаций: 1) Используются при строительстве платных дорог, мостов, туннелей. Обеспечением являются денежные средства, собранные в качестве пошлин.	1) Анализ объемов грузооборота и неэластичности спроса (в сравнении с беспошлинными трассами, массовыми перевозками, и т.д.); 2) качество обслуживания, наличие резервного фонда для проведения ремонтных работ; 3) имеет ли право эмитент увеличивать пошлины без дополнительной санкции законодательных органов; 4) анализ отношения задолженности к собственному капиталу; 5) характеристика взаимоотношений между высшим управляющим звеном и подчиненными, оценка воздействия возможных забастовок на процесс погашения займа; 6) гарантии возмещения убытков эмитента в случае выведения объекта из строя по независящим от него причинам. 1) Являются ли зарезервированные доходы от

	2) Обеспечиваются прочими источниками: налогами на бензин, платежами за регистрацию автомашин, платой за водительскую лицензию.	налогов основанными на положениях конституции штата, или являются производными от законов (первое считается более надежным); 2) анализ тенденций изменения обеспечения; 3) основан ли налог на бензин на фиксированной плате в денежном выражении за проданную единицу объема, или на проценте от цены; 4) анализ данных по потреблению бензина в штате в периоды экономических спадов и нефтяных кризисов.
Облигации, обеспечиваемые доходом от водоснабжения и канализации (Water and Sewer Revenue Bonds)	1) Плата за подключение; 2) сборы, выплачиваемые пользователями систем водоснабжения и канализации.	1) Наличие у эмитента необходимых разрешений местных властей на подключения систем водоснабжения и канализации; 2) выполнение эмитентом требований, не допускающих выпуск чрезмерного количества облигаций; 3) анализ физических возможностей проекта, возможность проведения капитальной модернизации в случае неожиданного роста потребностей в коммунальных услугах; 4) определение способов подачи воды при возможных повреждениях системы; 5) организация системы тарифов за использование системы распределения воды (в случае отсутствия собственной системы у эмитента); 6) вид продукции, выращиваемой основными потребителями системы водоснабжения; 7) наличие у эмитента долгового резерва и резерва технического обслуживания; 8) наличие у эмитента возможности установить право удержания недвижимого имущества у должников, не оплативших счета по водоснабжению.

*Таблица составлена по материалам книги Fabozzi F.J., Fabozzi T.D., Feldstein S.G. Municipal Bond Portfolio Management. - N.-Y.: IRWIN Professional Publishing, 1995, p.207-245.

Кроме облигаций общего обеспечения и доходных муниципальных облигаций получили распространение и так называемые гибридные облигации (Hybrid Bond Securities). Характеризуются они тем, что выплата процентов и погашение облигаций частично происходит за счет налоговых поступлений, частично - за счет доходов от построенных платных объектов. Гибридные облигации выпускаются для строительства рентабельных проектов, отвечающих интересам всего населения юрисдикции. По гибридным облигациям, обладающим гарантией муниципалитета, может быть назначена более низкая процентная ставка, и такие облигации не

включаются в задолженность муниципалитета по облигациям общего обеспечения, на которую распространяется лимит. Гибридные облигации, таким образом, считаются более эффективным финансовым инструментом, чем облигации общего обеспечения, поскольку они имеют четко определенную доходную базу и обеспечены гарантией местных властей.[51]

Примерами гибридных облигаций могут служить застрахованные облигации (Insured Bonds), облигации с банковскими гарантиями (Bank-backed Bonds), арендные облигации (Lease-backed Bonds), “облигации моральных обязательств” (Moral Obligation Bonds).

Застрахованные облигации, в дополнение к тому, что по ним застрахован доход эмитента, также поддерживаются страховыми полисами, выписанными коммерческими страховыми компаниями. Страхование муниципальных облигаций обеспечивается согласием страховой компании выплатить держателю облигации части основного долга по облигации и/или купонный процент, причитающийся на дату погашения, но не выплаченный эмитентом облигации. Крупнейшими компаниями, занимающимися страхованием муниципальных облигаций являются: American Municipal Bond Assurance Corporation (AMBAC), Municipal Bond Investors Assurance Corporation (MBIAC), Financial Guarantee Insurance Company (FGIC), Bond Investors Guaranty Insurance Company (BIG). На протяжении уже многих лет всем этим компаниям рейтинговые агентства присуждают наивысший рейтинг.[52]

Арендные облигации представляют собой облигации, обеспеченные доходами от определенного объекта. Ежегодные арендные платежи, выплачиваемые местным правительством, покрывают все издержки на техническое обеспечение и обслуживание долга. Общественные цели, финансируемые за счет эмиссии этого вида облигаций, включают строительство общественных деловых зданий, пожарных вышек, зданий полицейских участков, университетов, больниц, и т.д. В ряде случаев

---

[51] Финансовая база местных органов власти в США: состояние и перспективы. Сборник обзоров. - М.: ИНИОН, 1997, с.102.

платежи могут поступать только от обучения студентов, выплат пациентов и запланированных налоговых поступлений, при этом по законодательству правительство штата или местное правительство не имеют права осуществлять арендные платежи на сумму, превышающую эти запланированные поступления. Однако в отдельных случаях основной арендатор в лице штата, округа или города должен осуществлять выплаты из общего фонда ежегодных ассигнований. Например, арендные облигации South Mall округа Олбани, штат Нью-Йорк, были выпущены для финансирования строительства деловых государственных зданий. Хотя технически общие обязательства по облигациям принадлежат округу Олбани, настоящей гарантией являются ежегодные арендные платежи, осуществляемые штатом Нью-Йорк.[53]

Выпуски облигаций моральных обязательств предоставляют эмитенту право обратиться к законодательному органу штата с просьбой о выделении финансовой помощи в случае образования дефицита годичных резервов на обслуживание займа. Законодательный орган, в свою очередь, может оказать эту помощь, хотя по закону он это делать не обязан.[54]

За период с 1960 по 1994 г. более 20 штатов выпустили облигации данного типа. Первым прецедентом стала эмиссия штатом Нью-Йорк облигаций с моральными обязательствами финансового агентства по жилищному строительству. В истории финансирования на основе моральных обязательств большая часть долга являлась самоокупающейся. Однако во многих случаях соответствующие законодательные органы штата ответили ассигнованием требуемых сумм. Так, например, произошло с облигациями финансового агентства по жилищному строительству в штатах Пенсильвания и Нью-Йорк, облигациями администрации порта в штате Нью-Джерси.[55]

---

[52] Moody's Credit Opinions International. April 1999. - N.-Y., 1999, p.140, 869, 1279.
[53] Fabozzi F.J. Bonds markets, analysis and strategies. - New Jersey, Prentice-Hall International, Inc, 1996, p.228.
[54] Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. - М.: "Инфра-М", 1996, с.76.
[55] Fabozzi F.J. Bonds markets, analysis and strategies. - New Jersey, Prentice-Hall International, Inc, 1996, p.229.

Кроме облигаций местные органы в целях удовлетворения временной потребности в денежных средствах выпускают краткосрочные долговые инструменты со средним сроком обращения от 3 месяцев до 3 лет. Такие инструменты выпускаются для решения двух проблем: для выравнивания потоков денежных средств, и для временного улучшения структуры капитала.

У многих штатов и местных органов власти периодически возникает потребность в краткосрочном заимствовании, поскольку осуществление выплат по фондам заработной платы и прочим обязательствам должно производиться непосредственно в начале бюджетного года, в то время как поступление ряда налоговых выплат, а также межправительственных субсидий происходит позже. В этих случаях эмитируются либо кредитные обязательства в ожидании поступления налогов (tax anticipation notes - TANs), либо кредитные обязательства в ожидании дохода (revenue anticipation notes - RANs), либо кредитные обязательства в ожидании субсидий (grant anticipation notes - GANs). Кроме того, в ряде случаев выпускаются комбинированные кредитные обязательства (combination tax and revenue anticipation notes - TRANs), погашаемые из двух источников.

Второй целью выпуска кредитных обязательств является временное улучшение структуры капитала в условиях ожидания выпуска долгосрочных облигаций. В этом случае эмитируются краткосрочные кредитные обязательства в ожидании выпуска облигаций - credit anticipation notes (BANs).

Выпуск tax anticipation notes обычно осуществляется под ожидаемые поступления сумм налога на имущество. Отдельные правительственные учреждения даже устанавливают счета условного депонирования средств, необходимых для выплат держателям кредитных обязательств.

Grant anticipation notes обычно гарантируются доходами, под которые они были выпущены: межправительственными дотациями, а также отдельными видами налогов, исключая налог на имущество. В одном чрезвычайном случае, в результате финансового кризиса в городе Нью-Йорк в 1975 г., RANs, выпущенные городом под

ожидаемую помощь от штата Нью-Йорк, предоставляли держателям кредитных обязательств право в определенных случаях обратиться непосредственно к контролеру штата и получить средства до того, как они будут переданы городскому казначейству.

Одним из критериев платежеспособности эмитента TANs или RANs является степень его зависимости от временно заимствованных средств. Законодательные органы обычно ограничивают количество TANs, которое может быть выпущено под ожидаемые налоги на имущество в процентном отношении к годовой сумме налога. Штат Нью Джерси, имеющий наиболее консервативное законодательство в области финансов, ограничивает ежегодную продажу TANs и RANs местными властями суммой, не превышающей 30% соответствующих налогов, реально собранных за предыдущий год. Отдельные штаты позволяют местным властям выпускать TANs и RANs на сумму от 75 до 100% средств, собираемых ранее или ожидаемых к получению в текущем финансовом году.

Местные органы власти используют практику пролонгации при выпуске краткосрочных обязательств, выкупая свои TANs и RANs перед проведением новых выпусков. Чтобы не вызвать сомнений в бездефицитности своего бюджета, местные власти имеют законодательно установленные правила, по которым все TANs и RANs, выпущенные за один финансовый год, должны быть погашены до окончания этого финансового года. Это позволяет создать защиту для держателей краткосрочных обязательств даже при случайно возникшем дефиците бюджета.[56]

1.4.2. Выпуск муниципальных ценных бумаг в странах Западной Европы

В странах Западной Европы роль местных займов в качестве источника финансирования является не столь значительной.

---

[56] В отдельных случаях TANs и RANs могут быть выпущены на срок более 12 месяцев. Например, RANs по финансированию федеральной автострады в Алабаме были выпущены в 1981 г. и подлежали оплате 2,5 года спустя в 1984 г. Эти обязательства были эмитированы в ожидании получения администрацией федеральной доли стоимости определенных проектов строительства шоссе между штатами, при этом Федеральная дорожная

Рынок муниципальных облигаций в Великобритании представляет собой незначительный по своим объемам сектор национального рынка ценных бумаг, в развитии которого наблюдался более чем десятилетний перерыв. До начала 1980-х гг. эмиссии местных органов власти были неликвидными и практически не имели вторичного рынка. Купонные ставки по таким облигациям составляли от 2,5% (по бессрочным облигациям) до 13,5% (как, например, по облигациям г.Лиддса, погашаемым в 2006 г.), и были ориентированы на уровень превалирующих процентных ставок.[57] Некоторые эмитенты выпускали облигации с более высокой купонной ставкой (до 16%), однако, эти эмиссии были выкуплены несколько лет назад самими заемщиками.

Основные направления финансовой политики муниципальных образований в Великобритании в настоящее время во многом определяются федеральными властями, и должны способствовать сохранению стабильности в сфере государственных финансов. Одной из важных целей федеральной политики в области финансов на протяжении двух последних десятилетий является ограничение объемов потребностей государственного сектора в заимствованиях.[58] Выпуск муниципальных облигаций возобновился в Великобритании в январе 1994 г. после более чем десятилетнего перерыва. Основной причиной тому послужило существование альтернативной возможности местных органов власти привлекать средства по минимальным ставкам на очень длительные периоды напрямую от центрального правительства через специально для этого созданное Управление общественных займов (Public Works Loan Board - PWLB). В конце марта 1995 г. общая сумма непогашенного долгосрочного долга местных органов власти составила 47,6 млрд. ф.ст., из которых 40,2 млрд. ф.ст. (т.е. 84,5%) было задолженностью перед PWLB.

администрация установила 36-месячный график погашения. (См. Fabozzi F.J. Bonds markets, analysis and strategies. - New Jersey, Prentice-Hall International, Inc, 1996, p.236-243).

[57] Для сравнения, купонные ставки по государственным облигациям, имевшим аналогичные сроки погашения, составляли от 6% по облигациям, погашаемым в 1999 г. до 9% - по облигациям со сроками погашения в 2008-2012 гг. (См. The European Bond Markets. An Overview and Analysis for Money Managers and Traders./Editor N.Battley. 6th Edition. - London, 1997, p.1475).

Рынок муниципальных облигаций в 1995-1996 гг. испытывал период “маленького возрождения”, и сумма непогашенной задолженности по облигациям, выпущенным непосредственно муниципалитетами, составила в ноябре 1996 г. 0,7 млрд. ф.ст. (что составляет около 1,6% от суммы задолженности по государственным облигациям)[59]. Эмиссии, осуществленные после 1994 г., носили разовый характер и их объемы составляли от 75 до 100 млн. ф.ст. Большинство этих эмиссий было реализовано в порядке частного размещения, и выкуплено единичными инвесторами с целью владения облигациями до момента их погашения.

В январе 1994 г. впервые была использована так называемая “клубная сделка” - один из способов повышения ликвидности муниципальных займов: три мелких административных единицы объединились для осуществления единой эмиссии с целью покрытия совокупных потребностей в заемных средствах, и выпустили заем на сумму 85 млн. ф.ст. со сроком погашения в 2019 г.[60] Преимущество подобных сделок состоит в предоставлении возможности мелким заемщикам объединить планируемые эмиссии в один инструмент, и снизить таким образом издержки по размещению и обслуживанию займа.

Британские специалисты полагают, что дальнейшее развитие рынка муниципальных облигационных займов возможно, поскольку в ближайшем будущем правила заимствования муниципалитетов у Управления общественных займов будут изменены - сократятся квоты на получение займов и размер платы за кредит будет приближен к величине рыночного процента. Подобные меры положительно скажутся на количестве и объемах осуществляемых эмиссий, однако, окажут противоположное воздействие на качественные характеристики эмиссий. Это, в свою очередь, приведет к сокращению объемов гарантий, предоставляемых муниципалитетам федеральным правительством, что повысит уровень дифференциации их рейтинговых оценок.

---

[58] Костиков И.В. Сравнительный анализ государственного заимствования в развитых странах и России (региональный и местный уровень). Дисс. на соиск. учен. степ. к.э.н. - М., 1998, с.101-102.

[59] The European Bond Markets. An Overview and Analysis for Money Managers and Traders./Editor N.Battley. 6th Edition. - London, 1997, p.1459.

Наиболее развитым европейским рынком муниципальных заимствований является рынок Германии - федеративного государства, где в качестве эмитентов выступают земли, районы и муниципалитеты.

Считается, что родоначальниками рынков муниципальных ценных бумаг в мире являются именно германские города эпохи средневековья. Исторически сложилось так, что в Германии города были предшественниками государства, и для поддержки равновесия в городском хозяйстве активно использовались заемные средства, что, впрочем, нередко приводило к возникновению затруднений с последующими выплатами. Так, задолжавший крупные суммы Кенигсберг в XVII веке вынужден был продавать земельные участки и поместья. Лишь к началу XIX века сильная государственная власть, захватившая в свои руки управление городами, наметила курс на сокращение городских долгов. В период промышленного подъема 70-х гг. XIX века в административной практике городов возник принцип, согласно которому заключение займов городами стало возможным лишь в случае чрезвычайной потребности в заемных средствах. Тем не менее, в 1907 г. долги немецких городов составляли 5114,3 млн. марок, что более чем на 20% превышало весь внешний долг Германской Империи.[61]

В современной Германии стабильный рост объемов муниципальных заимствований наблюдается с конца 80-х годов. Если в 1988 и 1989 гг. годовой объем новых эмиссий составлял около 1 млрд. DM, то в 1991 г. этот показатель составил уже 22 млрд. DM. Рост объемов заимствований при этом является одним из проявлений воздействия процесса воссоединения Германии на развитие экономики страны.

В целом европейские рынки муниципальных ценных бумаг существенно отличаются от американского рынка.

---

[60] Ibid, p.1484.

[61] Мост О. Кредитное хозяйство немецких городов. - С.-П., 1910. / Цит. по: Лащук Д.И. Рынок муниципальных ценных бумаг и перспективы его развития на примере муниципальных займов правительства Санкт-Петербурга. / Дисс. на соиск. уч. степ. к.э.н. - С.-П., 1998, с.50-54.

Во-первых, европейские рынки муниципальных облигаций несопоставимы по своим объемам с аналогичным сектором рынка США. При этом отсутствует более или менее четкая зависимость размеров муниципальных заимствований от типа государственного устройства страны. Данные о доле муниципальных облигаций в общем объеме облигационного рынка см. в таблице 6.

Таблица 6. ***Доля муниципальных облигаций в общем объеме рынка облигаций в некоторых европейских странах****

Австрия	1,8%
Великобритания	0,2%
Германия**	22,3%
Дания	1,0%
Нидерланды	0,8%
Норвегия	13,9%
Франция	0,8%
Чехия	1,2%
Швеция	0,25%
Швейцария	8,6%

* данные на конец 1995 - начало 1996 гг.

** более 70% от общего количества муниципальных облигаций эмитируется не самими муниципалитетами, а сберегательными и земельными банками.

Источник: The European Bond Markets. An Overview and Analysis for Money Managers and Traders./Editor N.Battley. 6th Edition. - London, 1997.

Относительно низкая популярность муниципальных займов вынуждает эмитентов наделять облигации дополнительными привлекательными чертами. Например, в скандинавских странах практикуется проведение розыгрышей лотерей. При этом количество призовых позиций весьма внушительно: так, в Швеции инвесторы получают выигрыш по каждой третьей-четвертой облигации.[62]

Во-вторых, в европейских странах регулирование рынка муниципальных облигаций централизовано в более значительной степени, чем в США. Так, в Великобритании суммарный объем заимствований каждого муниципалитета лимитируется центром и представляет собой разницу между планируемыми расходами и доходами данного муниципалитета. В Германии и Франции муниципалитеты имеют право заимствовать средства без соответствующего одобрения центрального правительства, но при этом должны быть соблюдены

определенные правила, установленные действующим законодательством. В частности, Конституция Германии содержит так называемое “золотое правило”, согласно которому направления муниципальных заимствований должны иметь исключительно инвестиционный характер.[63]

В-третьих, в состав большинства европейских государств входит значительное число административно-территориальных единиц, имеющих свой региональный или местный бюджет и наделенных правом более или менее самостоятельно определять собственную заемную политику. При этом правом эмитировать облигационные займы пользуются далеко не все муниципалитеты. Например, в Швеции эмитентами стали 6 крупнейших городов и местные власти в области Стокгольма. Более мелкие муниципалитеты имеют косвенный доступ на рынок облигаций через межмуниципальную финансовую корпорацию - Kommuninvest i Sverige AB, которая в настоящее время представляет 2 округа и более чем 70 муниципалитетов, в которых проживает около 25% населения страны.

В Дании муниципальные ценные бумаги эмитируются не напрямую местными органами власти, а при участии ассоциации KommuneKredit - специализированного ипотечного института, предоставляющего займы местным органам власти и компаниям, имеющим муниципальные гарантии. Членами этой ассоциации являются местные органы власти, солидарно и в отдельности отвечающие по совокупным долговым обязательствам.

Подобное объединение муниципалитетов предоставляет возможность мелким заемщикам объединить планируемые эмиссии в один инструмент, и снизить таким образом издержки по размещению и обслуживанию займа. Кроме того, и шведский Kommuninvest i Sverige AB и датский KommuneKredit обладают теми же кредитными рейтингами, что и сами государства (Швеция -Aa2, Дания - Aa1 по шкале Moody’s),

---

[62] Чижов С. Муниципальные займы: цели выпуска и принципы конструирования. / “Рынок ценных бумаг”, 1995, №14(53), с.25.

[63] Сабуров Е., Типенко Н., Чернявский А. Бюджетный федерализм и межбюджетные отношения./ “Вопросы экономики”, 2000, №1, с.69.

при этом рейтинг отдельно взятых шведских муниципалитетов в тот же период был ниже - например, Aa3 - у Стокгольма или A1 - у Гетеборга.[64] Подобные “коллективные” эмиссии производятся и в других странах, например, в Португалии и, как указывалось выше, в Великобритании.

Несмотря на то, что европейские муниципалитеты используют некоторые методы повышения ликвидности займов, муниципальные облигации в большинстве случаев не имеют развитого вторичного рынка. Значительная часть эмиссий раскупается крупными инвесторами, которые держат облигации в своем портфеле до наступления срока погашения. Чаще всего муниципальные облигации размещаются и обращаются на внебиржевом рынке. В Германии, например, первичное размещение муниципальных облигаций осуществляется через сеть уполномоченных банков. Биржевая торговля муниципальными облигациями встречается редко. Например, в Нидерландах муниципальные облигации торгуются на Амстердамской фондовой бирже, но их объем составляет лишь 0,14% от общего объема торгуемых облигаций или 0,08% от совокупного объема облигаций и акций.

Таким образом, в настоящее время можно констатировать наличие по крайней мере двух основных подходов к формированию рынков муниципальных облигаций - американского и европейского. При этом системы муниципальных заимствований европейских стран, независимо от того, какая из моделей местного самоуправления - англосаксонская, континентальная или германская - лежит в основе системы муниципального права, ориентированы на использование европейского подхода.

Существенные различия в системах муниципального заимствования в США и европейских странах, видимо, связаны в первую очередь не с принципами организации управления на местах, а с особенностями функционирования той или иной модели фондового рынка.

---

[64] Moody’s Credit Opinions International/April 1999 - N.-Y., 1999.

ГЛАВА 2. Опыт заимствования нецентральных органов власти в России

2.1. *Выпуск облигационных займов в дореволюционной России*

В дореволюционной России выпуск муниципальных облигационных займов был достаточно распространенным и эффективным средством привлечения финансовых ресурсов в городские бюджеты. Впервые облигационный заем был выпущен в 1871 г. в Ревеле сроком на 34 года. Объем займа составлял 50 тыс. руб.[65] Однако в 70-е гг. вопрос о целесообразности городских облигационных займов еще является предметом многочисленных дискуссий.[66] Но уже несколько лет спустя для многих крупных российских городов облигационные займы составили главную базу муниципального кредита. На 1 января 1913 г. суммарная нарицательная стоимость обращающихся муниципальных облигаций составила 471 182 756 руб. При этом на долю семи крупнейших заемщиков - Москвы, Санкт-Петербурга, Варшавы, Баку, Одессы, Риги, Киева, Харькова - пришлось более 82% от общей суммы муниципального облигационного долга.[67] В течение 1913 г. русским городам было разрешено еще 15 облигационных займов на сумму 119 млн. руб. (Развитие облигационных займов приостановила Первая мировая война, и города вынуждены были перейти к системе краткосрочных займов, гарантированных правительством.[68]) Все займы эмитировались на длительные сроки - в среднем от 30 до 49 лет. Самый длительный заем был выпущен на 73 года в Санкт-Петербурге. Облигации муниципалитетов являлись высокодоходными инструментами - их доходность составляла от 3,5% (заем г.Баку 1895 г.) до 7% (заем г.Козлов 1909 г.)

Практически все займы носили целевой характер. Главную категорию (более 60%) составляли займы, предназначенные для предприятий доходных или покрывающих издержки по долгам или эксплуатации, около 22% займов были предназначены на бездоходные сооружения. Например, в Москве благодаря выпуску

---

[65] Тарачев В. Москва в фондовой истории России. / "Рынок ценных бумаг", 1997 г., №16, стр.10.
[66] Долинский В. В защиту МД нового состава от нападок "Русских ведомостей" или займы, как источник дохода в хозяйстве". - М.; 1877, стр.3-10.
[67] Справочная книга для держателей облигаций русских городских займов. - С.-П., 1913, стр.12-14.
[68] Велихов Л.А. Основы городского хозяйства. - М.-Л.: Государственное издательство РСФСР, 1928, стр.386.

займов были осуществлены весьма важные проекты: устройство канализации в центре города (займы 1892 и 1896 гг.), постройка Москворецкого водопровода (займы 1900 и 1901 гг.), сооружение и расширение трамвайной сети (займы 1908, 1909, 1910 гг.), постройка начальных школ (заем 1901 г), устройство мостов, оптовых рынков, и т.д. Тем не менее, были эмитированы и займы, специально предназначенные для выкупа облигаций предыдущих выпусков (например, московский 4,5% заем 1896г).

Выпуск облигаций производился большей частью на заграничном рынке: из городских займов только 10% были заключены на внутреннем рынке. Наибольшим интересом пользовались российские городские облигации на французском рынке.[69] Российские городские облигации котировались на европейских фондовых биржах, оплата процентов по облигациям также происходила в крупнейших европейских банках - в Берлине, Гамбурге, Лондоне, Амстердаме, Брюсселе, Париже, и т.д.[70]

Выход на внешний рынок являлся одним из способов обеспечения ликвидности займов. Так, осуществляя эмиссию в 1904-1911 гг. Саратовская городская управа испытывала трудности с реализацией облигаций, вызванные неблагоприятной экономической ситуацией в России и неразвитостью рыночной инфраструктуры. Проблему разрешили, перепечатав облигации в валютном достоинстве и начав размещать их на внешнем рынке.[71]

Различия между ценными бумагами с рублевым и валютным номиналом были нивелированы при проведении денежной реформы С.Ю.Витте в России, которая ввела золотомонетный стандарт.[72] Устойчивый баланс между золотым запасом и объемом бумажной денежной массы обеспечил стабильный курс рубля по отношению к европейским валютам. И начиная с 1901г. основная часть крупных

---

[69] Твердохлебов В.Н. Местные финансы. - Одесса, 1919, стр.264.
[70] Справочная книга для держателей облигаций русских городских займов. - С.-П., 1913.
[71] Кравченко В. Муниципальный кредит: как жить взаймы./ “Рынок ценных бумаг”, №3, 1996, с.24.
[72] В качестве денежной единицы был принят золотой рубль с содержанием 17,424 доли чистого золота. Золотое обеспечение должно было составлять не менее 50% общей суммы бумажной денежной массы при выпуске в обращение в пределах 600 млн. руб. и не менее 100% для эмиссии сверх этого лимита.

муниципальных займов российских городов номинируется в рублях, но с привязкой к валютному курсу (чаще всего был означен курс французского франка, а также немецкой марки, английского фунта, голландского гульдена)[73]. Из общего объема городских облигаций, эмитированных за период с 1901 по 1912гг. почти 70% имели привязку к валютному паритету.

Хотя российские города использовали и прочие формы кредита, большая часть общего городского долга приходилась на облигационные займы (см. таблицу 7).

Таблица 7. ***Муниципальный кредит (1912 г.)****

Формы кредита	Сумма долга	
	млн.руб.	% от общей городской задолженности
Облигационные займы	343,28	76,89
Долги частным лицам и учреждениям**	31,00	6,94
Долги общественным и частным банкам***	42,20	9,45
Долги собственным специальным капиталам	18,00	4,03
Долги казне и Государственному банку	12,00	2,69
Всего	446,48	100,00

* составлено по материалам книги Твердохлебова В.Н. Местные финансы. - Одесса, 1919.
** из них большинство - мелкие займы под 4-10% годовых.
*** со ставкой заимствования до 8-10% годовых.

Несмотря на огромную важность муниципальных займов как наиболее рациональной формы кредита российская практика эмиссии городских займов страдала рядом недостатков:

Во-первых, по размерам муниципальной эмиссии Россия уступала практически всем цивилизованным государствам. Так, довоенная задолженность городов Великобритании колебалась от 60 руб. (Дублин) до 350 руб. (Манчестер) в пересчете на одного жителя, в США - от 284 руб. в Нью-Йорке до 50 рублей в мелких городах. В Италии на одного жителя приходилось задолженности: в Риме - 150 руб., в Генуе - 100 руб. При этом средняя задолженность в расчете на одного городского

[73] Курс рубля, означенный на облигациях, оставался неизменным на протяжении 11 лет: с 1901 по 1912г., и составлял - 1руб.=2,66 фр. франка=0,1 ф.ст.=2,15 нем.марки.

российского жителя не превышала 20 руб.[74] Хотя в отдельных городах прослеживалась тенденция постоянного роста объемов долга: так, если в 1907 г. превышение объемов займов Москвы над доходной частью бюджета составляло 66%, то в 1913 г. - уже 209%, при этом городские расходы за этот же период возросли в 1,8 раза, а объем займов - в 3,3 раза.[75]

Во-вторых, данный метод заимствования использовался лишь крупными городами (в 1913 г. - всего лишь 65 эмитентов), в то время как более 300 провинциальных городов привлекали необходимые средства в гораздо меньших объемах и на более жестких условиях.

В-третьих, при выпуске займов городские самоуправления, не имея соответствующего опыта, пренебрегали техникой эмиссионных операций: не учитывали текущего состояния денежного рынка, неправильно определяли оптимальные объемы эмиссии, в результате чего займы становились труднореализуемыми. Неопытностью объясняется и завышение доходности займов. В то время как ставка процента по займам составляла до 7% годовых, некоторые специалисты допускали, что даже доходность в 2% годовых была бы вполне привлекательной для покупателей облигаций.[76]

В-четвертых, размещая займы в основном на зарубежном рынке, города не заботились о распространении информации о своем финансовом положении (которое до революции было лучше, чем в зарубежных городах, благодаря громадному земельному фонду) и о целях займа, что понижало реализуемость займов и не всегда давало возможность сделать облигации привлекательным инструментом биржевой торговли. Лишь Москва поступила более рационально, выпустив проспекты с такой информацией.[77]

---

[74] Велихов Л.А. Основы городского хозяйства. - М.-Л.: Государственное издательство РСФСР, 1928, стр. 412.
[75] Голицын Ю., Карпиков Е., Мещерова Н. Московская биржа от восхода до заката./ “Рынок ценных бумаг”, 1997, №16, с.15.
[76] Бергман А.Б. Государственные займы как средство к поднятию народного благосостояния и урегулированию наших финансов. - С.-П., 1884, стр.10.
[77] Твердохлебов В.Н. Местные финансы. - Одесса, 1919, стр.264-265.

В советский период заимствование местными органами власти возобновилось лишь во время новой экономической политики: ссуды, получаемые местными советами от Нарбанка в 1918-20 гг., фактически сводились к безвозвратным пособиям. В июле 1920 г. было утверждено Постановление 2-й сессии ВЦИК созыва 1920 г., один из пунктов которого предписывал: "Разделение бюджета на общегосударственный и местные отменить, и в дальнейшем местные расходы и доходы включить в общегосударственные бюджеты".[78] Позднее властями была осознана нерациональность этой категоричной меры, и с 1 января 1922 г. вновь была восстановлена система местных бюджетов. Местным Советам также предоставлялась возможность осуществлять заимствования, которые должны были иметь целевое назначение, при этом местные Советы сами отвечали по займам всем своим имуществом, общегосударственная казна ответственность по ним не несла. Займы могли осуществляться под специальное обеспечение отдельными видами доходов или имущества, точно указываемыми при самом заключении займов. Закрепленные в качестве обеспечения займа доходы не подлежали изъятию в порядке бюджетного перераспределения вплоть до полного погашения займа.[79] Впервые появившиеся в советских местных бюджетах в 1924-25 гг. в сумме 21,7 млн. руб. займы к 1926-27 гг. возросли до 82,4 млн. руб. Все эти займы, большей частью краткосрочные, были получены от банков, главным образом коммунальных и городских. Облигационных займов в этот период местные советы не выпускали.[80] Лишь в конце 20-х годов были предприняты единичные попытки выпустить городские облигации: так, в марте 1929 г. в Москве был выпущен заем на нужды школьного, больничного и коммунального строительства.[81]

---

[78] Вопросы местных финансов. -М.: Издательство Управления Местных Финансов Н.К.Ф.-1923, стр.12.
[79] Васильев В.И. Местное самоуправление. Учебное и научно-практическое пособие. - М., 1999, с.60.
[80] Основные итоги развития местных бюджетов СССР. - М.: Финансовое издательство НКФ СССР, 1928, стр.43.
[81] Карпиков Е.И., Тарачев В.А. Ценные бумаги субъектов Российской Федерации и муниципальных образований. - М., 1996, с.85.

Таким образом, можно говорить о том, что первый этап развития рынка муниципальных облигаций в России продлился около 50 лет, и закончился с приходом Советской власти. Несмотря на, безусловно, положительное воздействие практики выпуска муниципальных займов на развитие городских хозяйств и наличие устойчивого спроса на отдельные выпуски муниципальных ценных бумаг, необходимо отметить, что данный сектор рынка ценных бумаг был развит недостаточно, и не смог достигнуть уровня развития аналогичного сектора рынков большинства развитых государств. В целом можно выделить следующие характерные черты рынка муниципальных облигаций в России конца XIX- начала XXвв.:

- небольшое число эмитентов муниципальных облигаций;
- незначительные объемы заимствований;
- высокая доля нескольких крупных городов в общем объеме заимствований;
- длительные сроки заимствований;
- высокая доходность облигаций;
- высокая доля облигаций, имеющих привязку к валютному паритету при стабильном курсе рубля по отношению к европейским валютам;
- высокая доля расходов на обслуживание долга в общей сумме расходов крупных заемщиков;
- наличие высокого спроса на облигации крупных заемщиков как на внутреннем, так и на внешнем рынке;
- отсутствие развитой информационной инфраструктуры рынка муниципальных облигаций.

Таким образом, если проводить аналогии между той ролью, которую играл рынок муниципальных облигаций в развитии финансового рынка дореволюционной России и значением данного сегмента фондовых рынков зарубежных стран, то российский рынок в тот период обнаруживал большее сходство с западноевропейскими рынками, нежели с рынком муниципальных облигаций США. Это во многом объясняется и тем, что фондовый рынок в России, как и в

большинстве европейских стран, традиционно не был самым развитым сегментом финансового рынка. Косвенно на определенное сходство в устройстве рынка ценных бумаг дореволюционной России и европейских стран указывает и то значительное влияние, которое оказывали взгляды германских правоведов на сущность института ценных бумаг на взгляды российских цивилистов по данному вопросу.[82]

2.2. Развитие рынка муниципальных облигаций в России на современном этапе

2.2.1. *Динамика выпуска облигаций в 1992-2000 гг.*

Развитие бюджетного федерализма в России, начавшееся в начале 90-х годов, сопровождалось распределением между тремя уровнями власти налоговых поступлений и делегированием регионам и местным органам власти все больших полномочий в области финансирования расходов. Стремительные изменения в структуре полномочий между различными органами власти привели к тому, что многие проблемы взаимоотношений между бюджетами разных уровней не были решены, сохранилась нерациональная структура расходов субфедеральных и местных бюджетов. Экономика в первой половине 90-х годов испытывала значительное падение объемов производства, что сопровождалось высоким уровнем инфляции - годовой рост потребительских цен составлял в 1992 г. 2600%, и, постепенно снижаясь, достиг в 1995г. 230%.[83] Ухудшение экономической обстановки особенно остро почувствовали администрации регионов, лишенных, в отличие от центрального правительства, права эмиссии денежных знаков, а также права урегулирования системы налогообложения и трансфертных расчетов. Выход из кризисного состояния для регионов и муниципальных образований, таким образом, виделся двояким: за счет увеличения доходной части бюджета, или за счет сокращения его расходной части. Достижение первой задачи возможно за счет:

---

[82] Юлдашбаева Л. Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг (акций, облигаций). - М., 1999, с.12-13, а также: Лексин В.Н., Швецов А.Н., Орлов М.Ю. Правовое обеспечение экономических реформ. Бюджет и межбюджетные отношения. Системная модернизация российской модели бюджетного федерализма. Концепция и рекомендации. - М., 1999, с.13-14.

- увеличения налоговых поступлений либо путем расширения налогооблагаемой базы, либо путем повышения уровня собираемости налогов;

- получения дотаций и субвенций от центрального правительства;

- продажи муниципальной собственности;

- использования привлеченных средств путем получения банковского кредита, либо путем эмиссии долговых обязательств.

Выпуск долговых обязательств являлся наиболее привлекательным способом мобилизации финансовых ресурсов, поскольку предоставлял возможность:

- привлечения широкого круга инвесторов, и соответствующего снижения процентных ставок по заемным средствам по сравнению с дорогостоящими прямыми банковскими кредитами;

- привлечения денежных ресурсов с целью реализации приоритетных инвестиционных проектов;

- улучшения экономической и политической репутации региона в случае успешной реализации программы займа;

- реструктуризации имеющейся задолженности;

- с мая 1995 г. - повышения привлекательности заимствований за счет получения займом субъекта Российской Федерации статуса государственного и приобретения им соответствующих льгот относительно порядка налогообложения.

Становление российского рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг проходило в условиях слабой законодательной отрегулированности этого сегмента фондового рынка. Хотя в 1991 г. уже вступил в действие документ, закрепляющий общие положения о самостоятельности бюджетов субъектов федерации и местных органов власти - Закон РФ “Об основах бюджетного процесса и бюджетного устройства в Российской Федерации”, на момент осуществления первых выпусков облигаций в 1992 г. понятие “муниципальные ценные бумаги” и “ценные

---

[83] Вольперт В., Исаев Б., Бродский С. Муниципальные облигационные займы в России: опыт и тенденции (1992-1997 гг.). / “Рынок ценных бумаг”, №4, 1998 г., с.29.

бумаги субъектов Российской Федерации” в законодательстве отсутствовали. Впервые понятие “местные займы” появилось в редакции Закона “О местном самоуправлении в Российской Федерации” от 22 октября 1992 г., где в статье 48 было отмечено, что “...органы местного самоуправления вправе выпускать местные займы для развития социальной и производственной инфраструктуры”. В 1994 г. в первой части Гражданского Кодекса РФ было определено, что исполнение обязательств по облигациям, эмитируемым субъектами РФ и местными органами власти, обеспечивается принадлежащим им на праве собственности имуществом.

В течение первых нескольких лет ценные бумаги субъектов федерации не имели четко определенного статуса: большинство эмиссий регистрировалось в Министерстве финансов как государственные ценные бумаги, что влекло за собой соответствующие изменения в порядке налогообложения доходов по ним. Однако, не все займы получали такой статус: например, в январе 1995 г. в предоставлении статуса государственных было отказано облигациям Ярославского облигационного займа, а чуть позже - второй эмиссии Пермских ОДО.[84] Устранило возможность противоречий и конфликтов между федеральными и региональными властями Постановление ФКЦБ РФ “О ценных бумагах органов исполнительной власти субъектов Российской Федерации” от 5 мая 1995г., которое закрепило за ценными бумагами, выпускаемыми субъектами федерации статус государственных ценных бумаг, автоматически введя принципиальное различие между *государственными* облигациями субъектов федерации и облигациями местных органов власти, не имеющими подобного статуса.

Дальнейшее развитие законодательной базы ограничивало возможности выхода нецентральных органов власти на рынок облигационных заимствований. Федеральные законы “О финансовых основах местного самоуправления в Российской Федерации”, “Об особенностях эмиссии и обращения государственных ценных

[84] Тростников И. Белла Златкис: муниципальные облигации никогда не были государственными. / “Коммерсант-daily”, 8 февраля 1995 г., №22.

бумаг”, а затем Бюджетный Кодекс РФ наложили законодательные ограничения на сроки, объемы и цели заимствований субъектов федерации и местных органов власти.

Впервые региональный облигационный заем был выпущен в марте 1992г. Хабаровским краем. Региональные и муниципальные облигационные займы ***в 1992-1993 гг.*** имели экспериментальный характер: отсутствовала соответствующая рыночная инфраструктура, опыт заимствований, регулирующая законодательная база была крайне слаба.

В 1994 г. активность регионов и местных органов власти на рынке заимствований повысилась (см. таблицу 8). Общий объем заимствований в 1994 г. составил около 2,7 млрд. руб. Подобное состояние рынка было вызвано целым рядом причин:

1) повышение интереса к инвестиционным вложениям в результате некоторого снижения темпов инфляции;

2) проведение масштабной приватизации предприятий, и как следствие - непрерывный рост объемов рынка корпоративных ценных бумаг и развитие его технической и информационной инфраструктуры;

3) возникновение рынка государственных краткосрочных обязательств;

4) закрепление в федеральном законодательстве прав субъектов федерации и местных органов власти по осуществлению облигационных заимствований.

В 1995-1996 гг. намеченная тенденция продолжала развиваться: в это время неуклонно растет количество и объемы выпускаемых займов, число субъектов федерации и местных органов власти, осуществляющих эмиссию. Если в 1995 г. общий объем зарегистрированных облигационных займов нецентральных органов власти составил 6,5 трлн. руб., то в 1996 г этот показатель был равен 10,8 трлн. руб.

В 1997 г. было осуществлено рекордное количество заимствований: эмиссии облигационных займов осуществили более 70 субъектов федерации и более 20 муниципальных образований. Общий объем рублевых заимствований составил более 21 трлн. руб. В 1997 г. три субъекта федерации - Москва, Санкт-Петербург и

Нижегородская область впервые вышли на рынок внешних заимствований. Общий объем еврооблигационных займов составил 900 млн. долларов США.

Таблица 8. ***Динамика выпуска субфедеральных и муниципальных займов в 1992-2000гг.***

Вид займа	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Муниципальный	3	6	15	33	11	22	10	7	4
Субфедеральный	2	2	13	40	28	291	76	17	21
Всего	5	8	28	73	39	313	86	24	25

Источник: официальная информация Министерства финансов РФ.

Резкий рост общего числа и суммарного объема заимствований субъектов федерации и местных органов власти в 1997 г. происходил на фоне продолжающейся тенденции повышения активности заемщиков. К 1997 г. были снижены темпы инфляции, упрочены позиции государственных ценных бумаг среди российских и зарубежных инвесторов. Весной-летом 1997г. уровень реальной доходности государственных бумаг (доходность к погашению, дисконтированная на уровень инфляции) заметно снизился, уменьшив при этом спекулятивную привлекательность рынка ГКО/ОФЗ. Такое положение на рынке государственных ценных бумаг стимулировало переключение внимания инвесторов на рынок высокодоходных муниципальных и региональных займов. В это время улучшается временная структура региональных займов: средний срок заимствования за период с 1992 по 1997 гг. увеличился с 1,5 до почти 2 лет.[85] Ликвидность рынка субфедеральных и муниципальных облигаций оставалась на невысоком уровне (см. таблицу 9).

Таблица 9. ***Сравнительные характеристики рынков субфедеральных и муниципальных займов и рынка ГКО/ОФЗ в 1997 г.****

Эмитент	Объем выпуска (млрд. руб.)	Дневной оборот (млрд. руб.)	Доля дневного Оборота в общем Объеме выпуска, %
Минфин России (ГКО/ОФЗ)	360000	4000	1,11
Администрация Санкт-Петербурга	3000	35,095	1,17

[85] Тышкевич Е., Висков М. Субфедеральные и муниципальные облигации: взгляд практика./ “Рынок ценных бумаг”, №12, 1998 г., с.24-25.

Правительство Москвы	2000	2,019	0,10
Администрация Оренбургской обл.	1000	4,701	0,47
Администрация Новосибирской обл.	300	1,66	0,55
Администрация Челябинской обл.	160	0,612	0,55
Правительство Челябинска	150	0,206	0,14
Минфин Татарстана	804	1,8	0,22
Администрация Иркутской обл.	855	0,2	0,02

* Таблица составлена с использованием официальной информации Министерства финансов РФ, а также данных, представленных в статье: Тышкевич Е., Висков М. Субфедеральные и муниципальные облигации: взгляд практика./ “Рынок ценных бумаг”, №12, 1998 г., с.24-28.

Рост числа и объема заимствований не был бы столь интенсивным, если бы не принятие в 1997 г. административного решения о секьюритизации долгов субъектов федерации. Согласно утвержденному Постановлением Правительства РФ от 26.05.1997г. №635 “Порядку оформления и реализации задолженности субъектов Российской Федерации федеральному бюджету по товарному кредиту 1996 г.”, задолженность субъектов федерации по непогашенной бюджетной ссуде, предоставленной им в 1996 г. в виде товарного кредита на поставку горюче-смазочных материалов и комбикормов, переоформлялась в ценные бумаги субъектов федерации для их последующей реализации по рыночной стоимости. За 1997 г. было эмитировано около 200 выпусков так называемых “энергетических” и “сельских” облигаций на общую сумму 7,43 трлн. руб. В 1998 г. было осуществлено 18 выпусков таких облигаций на общую сумму 722,61 млн. деноминированных рублей. Все выпуски “сельских” и “энергетических” облигаций имели одинаковые характеристики (за исключением объема эмиссии), вне зависимости от финансово-экономической ситуации регионов-эмитентов:

- номинальная стоимость облигации составляла 10 млн. руб.;

- облигации выпускались с купонным доходом в размере 10% годовых;

- облигации выпускались на срок не более 3 лет равными траншами и подлежали равномерному погашению в течение 3 лет за счет средств, предусматриваемых на эти цели в бюджетах субъектов федерации на соответствующий год.

На протяжении 1997 г. “сельские” облигации были достаточно ликвидными инструментами: ежедневные объемы торгов достигали 200 млрд.

неденоминированных рублей.[86] С началом снижения деловой активности в конце 1997 г. понизился и интерес к данным инструментам. К началу 1998 г. сделки с данными облигациями практически прекратились. Экономическая нецелесообразность выпуска данных облигаций подтвердилась последовавшими в первой половине 1998 г. отказами региональных администраций погашать свои обязательства: из 17 эмитентов, чьи облигации должны были быть погашены до 1 июля 1998 г., 6 не рассчитались по своим обязательствам, а 3 - рассчитались лишь частично.[87]

В ***1998 г.*** практика выпуска субфедеральных и муниципальных бумаг характеризовалась достаточно высокой активностью эмитентов в первой половине года, и практически полным ее отсутствием - после 17 августа. За первые восемь месяцев 1998 г. было осуществлено 80 эмиссий рублевых облигаций общим объемом 13,4 млрд. деноминированных рублей, а также 3 выпуска еврооблигаций. Приведенные в таблице 8 данные, свидетельствующие об уменьшении числа зарегистрированных займов по сравнению с предыдущим годом в 3,6 раза, не в полной мере отражают состояние первичного рынка накануне финансового кризиса: совокупное число займов включает в себя и общее количество “сельских” и “энергетических” облигаций, никоим образом не связанное с реальными потребностями нецентральных органов власти в заемных средствах. Исключение из совокупных данных показателей, связанных с выпуском данных категорий облигаций, приведет к выравниванию количественных показателей: в 1998г. по сравнению с 1997 г. произошло уменьшение числа внутренних займов лишь на 12%, а средний объем рублевого займа (без учета темпов инфляции) возрос на 17,5%.[88] При этом значение субфедеральных и муниципальных займов как источника финансирования дефицита региональных и местных бюджетов не было решающим:

---

[86] Лексин В., Швецов А. Региональные и местные займы в контексте финансово-бюджетной системы. / “Российский экономический журнал”, №6, с.13.

[87] Чеканова Е., Чеканов Л. Тенденции развития и перспективы рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в России. / “Рынок ценных бумаг”, 2000, №3(162), с.81-84.

так, по сравнению с 1997 г. доля чистых поступлений от выпуска облигаций в общем объеме дефицита соответствующих бюджетов в январе-сентябре 1998 г. сократилась более чем в 4 раза - с 17,5 до 4,1%.[89]

Объявленный дефолт по государственным облигациям вызвал кризис доверия инвесторов к менее надежным субфедеральным и муниципальным займам. Процесс выпуска займов был возобновлен лишь в конце октября. Таким образом, с августа по декабрь 1998 г. выпуск ценных бумаг произвели лишь три эмитента: администрации Хабаровского края и Ростовской области, а также мэрия г.Ярославля.

Уже в сентябре-октябре 1998 г. ряд крупных эмитентов региональных облигаций принял решение о реструктуризации задолженности по облигациям. Первыми о реструктуризации долга объявили власти Татарстана. Совокупная задолженность Минфина Татарстана, подлежавшая выплате в 1998-1999 гг., составляла более 1,2 млрд. руб. В условиях снижения мировых цен на нефть рентабельность нефтегазодобычи, являющейся основой промышленности Татарстана, резко упала, что отрицательно повлияло на динамику налоговых поступлений в региональный бюджет. Действующая с ноября 1998 г. схема реструктуризации долга предусматривает постепенное погашение задолженности перед юридическими лицами по республиканским краткосрочным обязательствам путем перечисления денежных средств на транзитные счета дилеров в расчетной системе, откуда они могут быть использованы исключительно на приобретение новых долговых обязательств, уплату налогов в региональный бюджет, покупку и аренду государственного имущества. О реструктуризации своей задолженности в конце 1998 г. объявили и другие крупные эмитенты - Новосибирская, Омская, Оренбургская области.[90] До 17 августа 1998 г. отказ от обслуживания долга на рынке субфедеральных займов происходил практически только в секторе “сельских” и

---

[88] Рассчитано на основе данных Министерства финансов РФ.

[89] Шадрин А. Рынок субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 1998 году./ “Финансист”, 1998, №11/12, с.58-59.

“энергетических” облигаций. В целом по итогам 1998 г. объем погашенной задолженности по “сельским” и “энергетическим” облигациям достиг приблизительно 0,5 млрд. руб., т.е. 15% от общей суммы долга. Объем погашенной задолженности по всем остальным субфедеральным и муниципальным облигациям составил около 6,5 млрд. руб., что составляет более 60% от совокупного объема причитающейся инвесторам суммы.[91]

К началу ***1999 г.*** из 11 эмитентов, создавших крупные и относительно ликвидные рынки своих облигаций, лишь Москва, Санкт-Петербург, и Челябинская область смогли погасить обязательства перед инвесторами.[92] В связи с этим тенденция к сокращению накопления задолженности и выпуска новых займов продолжила свое развитие. В течение 1999 г. субъектами федерации было произведено 17 эмиссий, а местными органами власти - 7. Все эмиссии производились регионами и муниципалитетами, выходившими на рынок заимствований в предыдущие годы, в том числе и ранее объявлявшие дефолт по своим облигациям Новосибирская и Оренбургская области. Треть от общего числа эмиссий была произведена Администрацией Санкт-Петербурга. 66,7% от общего числа эмиссий производились с целью получения дополнительных средств для финансирования дефицита бюджета.

Сочетание факторов, прямым образом воздействующих на состояние российского финансового рынка, в том числе, и на его сегмент - рынок субфедеральных и муниципальных облигаций, - в начале ***2000 г.*** было довольно успешным. Среди событий, долженствовавших положительным образом повлиять на дальнейшее развитие рынка, в это время специалисты выделяли следующие:

---

[90] Куценко В., Сутягин А. Проблемы и перспективы рынка субфедеральных облигационных займов в России. / “Рынок ценных бумаг”, 1999, №11(146), с.30-33.
[91] Довбня С. Рынок городских облигационных займов и его дальнейшие перспективы. / “Рынок ценных бумаг”, 1999, №19(154), с.55-56.
[92] Тышкевич Е. Сколько стоит возрождение? Рынок субфедеральных и муниципальных облигаций во время и после кризиса./ “Рынок ценных бумаг”, 1999, №19(154), с.61.

- снижение доходности и рост объемов операций на рынке облигаций Санкт-Петербурга;

- успешное размещение двух выпусков облигаций московского займа;

- повышение кредитных рейтингов ряду субъектов Российской Федерации;

- появление заявлений властей ряда регионов о намерении выйти на рынок облигационных заимствований не с целью реструктуризации имеющихся долгов, а в роли полноценных заемщиков;

- косвенное подтверждение Министерством финансов возможности создания единой системы управления государственным долгом, включающей полную информацию, в том числе и по заимствованиям субъектов федерации.[93]

За первые семь месяцев 2000 г. в Министерстве финансов РФ было зарегистрировано 16 выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций. 7 из них были эмитированы Администрацией Санкт-Петербурга с целью реструктурировать имеющийся долг, а все остальные - выпущены регионами и муниципалитетами с целью финансирования дефицита бюджета.

В целом в настоящее время значение облигационных займов как источника финансирования региональных и местных бюджетов заметно снизилось. Данные об общей структуре долгов субъектов федерации и местных образований по состоянию на апрель 2000 г. см. в таблице 10.

Таблица 10. ***Общая структура долгов субъектов РФ и местных образований***

	Совокупная структура долгов, %	Структура долгов субъектов РФ, %	Структура долгов муниципальных образований, %
Ценные бумаги	17,05	19,04	2,00
Кредиты	38,01	37,44	42,29
Гарантии, поручительства	32,04	34,55	13,13
Бюджетные ссуды	12,63	8,66	42,59
Прочие инструменты	0,27	0,31	-

Источник: материалы газеты “Коммерсантъ”, №74, от 27.04.2000, с.8.

2.2.2. Разновидности выпускаемых облигаций

В качестве первого классификационного признака можно выделить основные ***цели осуществления заимствований***. Среди выпущенных в 1992-2000 гг. субфедеральных и муниципальных облигаций абсолютное их большинство было эмитировано с целью *покрытия дефицита соответствующего бюджета или ликвидации кассовых разрывов в поступлении налоговых платежей*. В экономической литературе эти займы нередко называют ГКО-подобными. Первый такой заем был выпущен администрацией Пермской области во второй половине 1994 г. Средства от продажи облигаций размещались администрацией на депозитах в банках, а средства, оставшиеся после погашения, шли на покрытие текущего дефицита области.[94] По итогам эмиссий 1992-1998 гг. около 10% от общего числа выпусков облигаций нецентральных органов власти представляло собой ценные бумаги такого типа, причем эти выпуски были крупными со средним объемом выпуска - 500 млрд. неденоминированных рублей. На них приходилось более половины суммарной стоимости всех осуществленных выпусков облигаций. Крупнейшим эмитентом “ГКО-образных” облигаций был Санкт-Петербург, их выпускали также Татарстан, Якутская, Свердловская, Иркутская, Челябинская области, и т.д.[95]

Среди других целей можно выделить:

- *реструктуризацию задолженности по ранее произведенным заимствованиям* (с этой целью выпускались, например, Санкт-Петербургские ГГКО);

- *реализацию инвестиционных проектов*:

а) программ жилищного строительства (по итогам эмиссий, произведенных местными органами власти в 1992-1996 гг., доля жилищных облигаций превышала 85%[96]);

---

[93] Обозрение “Финансовые рынки”, т.8, №3, март-апрель 2000 г., с.138-139.
[94] Баринов В.Т. Муниципальные облигации. Выпуск и размещение. Практическое пособие. - М., 1997, с.22.
[95] Лексин В., Швецов А. Региональные и местные займы в контексте финансово-бюджетной системы. / “Российский экономический журнал”, №6, с.13.
[96] Баринов В.Т. Муниципальные облигации. Выпуск и размещение. Практическое пособие. - М., 1997, с.22.

б) прочих инвестиционных программ (инвестиционные займы Правительства Москвы, Ярославский экологический заем, осуществленный с целью реализации программы очистки вод Волги и озера Неро, “телефонные” займы Нижегородской области, Люберецкого района Московской области, и др.[97]);

- *реализацию социальных программ* (например, выпуск займа Нижегородской областью в середине 1992 г. для временного использования долговых обязательств в наличном обращении как денежного суррогата[98]).

В зависимости от ***валюты заимствований*** облигационные займы подразделяются на *внутренние* и *внешние*. В соответствии со ст.103 Бюджетного Кодекса РФ право на внешние заимствования имеют лишь субъекты федерации, бюджеты которых не получают финансовую помощь на выравнивание уровня бюджетной обеспеченности. Основной объем долга по субфедеральным и муниципальным облигациям, таким образом, является внутренним долгом.

По ***срокам заимствований*** выделяют краткосрочные (сроком до 1 года), среднесрочные (от 1 до 5 лет) и долгосрочные (от 5 до 30 лет[99]) займы. Среди эмитированных в 1992-2000 облигационных займов преобладают краткосрочные займы.[100] Временная структура заимствований приведена в таблице 11.

Таблица 11. ***Структура облигационных заимствований субъектов федерации и местных органов власти в 1997-2000 гг.* по некоторым классификационным признакам**,*** в % от общего количества займов

По срокам заимствований		
Краткосрочные	Среднесрочные	Долгосрочные
64,2%	34,2%	2,6%
По форме облигаций		
Документарные	Бездокументарные	
16,3%	62,7%	
По форме выплаты дохода		

[97] Тальская М. Муниципальные займы перестают быть средством “затыкания дыр” местных бюджетов. / “Финансовые известия”, №76, 09.10.1997.
[98] Там же, с.22.
[99] Ст.100 Бюджетного Кодекса РФ сужает максимальные сроки муниципальных облигационных заимствований до 10 лет.
[100] Вся приведенная далее цифровая информация будет касаться облигационных займов, выпущенных в 1997-2000 г. Аналогичные расчеты по более ранним займам были невозможны из-за отсутствия у автора полной информации о займах.

Дисконтные	Процентные	В натуральной форме	Сочетание процента и дисконта	Прочие***
52,6%	34,74%	6,31%	4,2%	3,15%
*По размерам заимствований (в млн. деноминированных рублей)*****				
до 10 млн. руб.	10-99 млн. руб.	100-499 млн.р.	500-999 млн.р.	От 1000 млн.р.
8,56%	37,5%	46,7%	3,95%	3,29%

* Данные приведены за январь-июль 2000 г.
** В расчеты из-за их принудительного нерыночного характера не включены данные о “сельских” и “энергетических” облигациях.
*** В частности, обмен на налоговые льготы.
**** Рассчитано по займам, эмитированным в 1997-1998 гг.
Источник: официальная информация Министерства финансов.

Данные таблицы 11 свидетельствуют о том, что в 1997-2000 гг. предпочтительной формой заимствований для большинства российских регионов и муниципалитетов были краткосрочные займы, эмитированные в бездокументарной форме. Общий объем займов в большинстве случаев колебался в пределах 50-300 млн. деноминированных рублей. Наиболее распространенной формой выплаты дохода был дисконт: выбирая форму заимствования, эмитенты в основном руководствовались собственными удобствами - выпуск дисконтных облигаций избавлял их от обязанности отвлекать финансовые ресурсы на выплату текущего дохода.

Большинство займов погашались в **денежной форме**, однако выпускались и займы с натуральной формой погашения. В первую очередь, речь идет о жилищных и “телефонных” займах, погашение которых осуществлялось путем предоставления прав на жилую площадь и получение телефонных номеров. Кроме этого, были комбинированные займы: например, заем Астраханской области 1994 г., облигации которого, помимо выплаты фиксированного дохода, предоставляли право участия в розыгрыше товаров. А долговые обязательства Новосибирска, эмитированные в 1992 г., погашались ценными бумагами объектов муниципальной собственности, выставляемыми на аукцион по приватизации.[101]

[101] Лексин В., Швецов А. Региональные и местные займы в контексте финансово-бюджетной системы. / “Российский экономический журнал”, №6, с.18.

В большинстве случаев в проспектах эмиссии долговых обязательств не указывалось, на какой круг инвесторов рассчитан выпуск данных финансовых инструментов. Однако, большей частью выбранная форма облигаций и их номинальная стоимость ограничивали круг потенциальных покупателей группой крупных корпоративных и институциональных заемщиков. Лишь единичные займы сконструированы с целью привлечения средств индивидуальных инвесторов: это были, в основном, муниципальные жилищные и “телефонные” займы, а также сберегательные займы, осуществленные в 1997 г. Правительством Москвы.

Возможно также разделение субфедеральных и муниципальных ценных бумаг по состоянию их вторичного рынка. По состоянию на июнь 1998 г. торговля облигациями сосредоточилась главным образом на трех биржах - СПВБ (Санкт-Петербургской межбанковской валютной бирже), ММВБ (Московской межбанковской валютной бирже) и МФБ (Московской фондовой бирже). Благодаря сложившейся на базе обслуживания облигаций Санкт-Петербурга эффективной инфраструктуре, лидерство принадлежит СПВБ. Наиболее ликвидными на протяжении последних четырех лет были и остаются ГГКО Санкт-Петербурга. Менее активным в 1998-1999 гг. был рынок ОГВЗ г.Москвы, а также облигаций Новосибирска и Челябинска.[102]

Не представляется возможным провести классификацию произведенных в России выпусков субфедеральных и муниципальных долговых обязательств по ряду прочих признаков, в частности, по способам повышения доходности и ликвидности облигаций, по способу снижения рисков эмитента, и т.д., поскольку, как показала практика, осуществленные займы по своим характеристикам были в известной степени однообразны. Кроме того, отсутствие точных данных не позволяет привести соотношение числа эмиссий облигаций, обеспеченных бюджетом эмитента (тех, что в международной практике называют “облигациями общего покрытия”) и облигаций,

[102] Довбня С. Рынок городских облигационных займов и его дальнейшие перспективы. / “Рынок ценных бумаг”, 1999, №19(154), с.55-56.

обеспеченных конкретными активами (“доходных облигаций”). Однако, известно, что облигации первого типа преобладают в общем числе эмиссий. В качестве обеспечения “доходных облигаций” чаще всего выступают объекты незавершенного строительства, но нередки случаи, когда в перечень собственности, являющейся обеспечением займов, его составители бездумно вносят объекты, которые по своей сущности не могут выступать в такой роли - в частности, в перечне объектов муниципальной собственности г.Курска, права собственности на которые являлись гарантией платежеспособности курской администрации по облигациям городского выигрышного займа 1994 г., значатся помещения, где располагаются городской психдиспансер, интернат для инвалидов, аптеки и детские сады.[103]

Особым способом привлечения финансовых ресурсов в бюджеты субъектов федерации стал выпуск внешних облигационных займов.

2.2.3. Внешние займы субъектов Российской Федерации

1997 год стал началом развития нового сегмента рынка ценных бумаг субъектов Российской Федерации - рынка внешних облигационных займов, или, как их называют в международной практике, еврооблигаций. Согласно положениям Директивы Комиссии европейских сообществ от 17.03.1989г. №89/298/ЕЕС, под еврооблигациями понимаются свободно обращаемые ценные бумаги, которые:

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

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

- могут быть первоначально приобретены (в том числе по подписке) только при посредстве кредитной организации или другого финансового института.[104]

---

[103] Чижов С. Региональные особенности муниципальных займов. / “Рынок ценных бумаг”, 1995, №17(56), с.45.
[104] Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. - М.: Академия народного хозяйства при Правительстве РФ, Изд-во “Дело”, 1999, с.13.

Как показывает практика, чаще всего ценные бумаги нецентральных органов власти из стран с “формирующейся рыночной экономикой” появляются как минимум через год после аналогичных инструментов центрального правительства. В России же через месяц после первой успешной эмиссии российских еврооблигаций в правительство стали поступать запросы от регионов о получении разрешения выйти на внешние рынки заимствований.[105]

Возможность выхода на внешний рынок капитала впервые появилась у трех субъектов федерации после подписания Указа Президента РФ №304 от 08.04.1997 г. “О выпуске внешних облигационных займов органов исполнительной власти гг. Москвы, Санкт-Петербурга и Нижегородской области”. Согласно данному Указу (а впоследствии - Закону РФ “Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг”, окончательно закрепившему законодательно данные положения), субъект федерации, выходящий на внешний рынок заимствований, должен:

- получить кредитный рейтинг в соответствии с международными стандартами не менее чем в двух ведущих международных рейтинговых агентствах;

- обеспечить такой объем всех видов заимствований, чтобы он не превышал 30% объема собственных доходов регионального бюджета, а также чтобы расходы на погашение и обслуживание совокупного долга не превышали 15% собственных доходов бюджета.

Кроме того, в виде декларации, не облеченной в юридическую форму, центральными властями было заявлено о том, что выход на внешний рынок будет возможен лишь для регионов, не являющихся получателями трансфертов из центра.[106] Позднее это правило было закреплено законодательно в ст.103 Бюджетного Кодекса.

---

[105] Там же, с.189.
[106] Там же, с.190.

Всего о своем намерении выпустить внешние облигационные займы заявляли около 20 регионов. Однако, реальная возможность выхода на внешний рынок из-за законодательных ограничений была лишь у ограниченного круга регионов. Доступ на внешний рынок в 1997 г. давал возможность привлечь на достаточно долгий срок (3-5 лет) значительные финансовые ресурсы, на условиях гораздо более выгодных, чем можно было получить на внутреннем рынке.[107] Доступность привлечения средств на внешнем рынке во многом объяснялась доверием инвесторов к еврооблигациям как к классу ценных бумаг, история которого до настоящего времени не знала случаев отказа заемщиков платить по своим долгам.[108]

Впервые внешний облигационный заем был выпущен Правительством Москвы 31 мая 1997 г. на сумму 500 млн. долларов США. В июне и октябре того же года внешние эмиссии осуществили Санкт-Петербург и Нижегородская область (см. таблицу 12). В мае 1998 г. Министерство финансов РФ зарегистрировало выпуск еврооблигаций Московской области на сумму 300 млн. долларов США сроком обращения 5 лет, однако, финансовый кризис помешал осуществлению этой эмиссии.

Основной целью привлечения внешних ресурсов для Москвы являлось финансирование ряда городских инвестиционных проектов. Однако в связи с резким экономическим спадом в 1998 г. платежи по обслуживанию долга производились из муниципального бюджета, а не из ранее планировавшихся доходов от инвестиционных проектов. Средства, полученные Нижегородской областью от размещения еврооблигаций в 1997г., составившие примерно 35% от доходов ее бюджета, были также направлены на финансирование социально значимых проектов. Экономическая эффективность капиталовложений оказалась крайне низкой, и в результате резкой девальвации рубля регион оказался не в состоянии обслуживать

---

[107] Москва останется лидером среди муниципальных эмитентов. Интервью с председателем Комитета муниципальных займов правительства Москвы С.Пахомовым./ “Рынок ценных бумаг”, 2000, №9(168), с.72, см. также Берзон Н. Рынок еврооблигаций - ключевые моменты./ “Рынок ценных бумаг”, 2000, №9(168), с.73.

[108] Лусников А. Эпоха евродефолта: где искать деньги для ускоренного развития Москвы?/ “Рынок ценных бумаг”, 2000, №9(168), с.87.

свой внешний долг. В настоящее время внешние обязательства Нижегородской области находятся в процессе реструктуризации.

Таблица 12. ***Выпуски внешних облигационных займов субъектами РФ по состоянию на 20.04.2000 г.***

Эмитент	Дата выпуска	Дата погашения	Объем выпуска	Ставка купона, %	Число Купонных выплат в году	Цена размещения
Москва	31.05.97	31.05.2000	500 млн.USD	9,5	2	99,8
	09.04.98	09.04.2001	500 млн. DM	9,125	1	99,83
	18.05.98	18.05.2001	400 млрд. ITL	9,875	1	99,64
С.-Петербург	18.06.97	18.06.2002	300 млн. USD	9,5	2	99,536
Нижегородск. обл.	03.10.97	03.10.2002	100 млн. USD	8,75	2	99,742

Источник: Официальная информация Министерства финансов РФ.

Администрация Санкт-Петербурга успешно осуществляла заимствования для рефинансирования своего краткосрочного внутреннего долга, что позволяло снижать долговую нагрузку на городской бюджет в течение двух лет и положительно воздействовало на процесс развития рынка рублевых облигаций, но впоследствии стоимость обслуживания также резко возросла в связи с девальвацией рубля.

Таким образом, можно сделать следующие выводы относительно практики внешних заимствований субъектов Российской Федерации.

1) В результате подготовки отдельных субъектов федерации к эмиссии еврооблигаций ведущими международными рейтинговыми агентствами данным регионам был присвоен кредитный рейтинг. По правилам этих агентств рейтинг региона-заемщика не может быть выше, чем страновой рейтинг. Рейтинговая оценка субъекта федерации, таким образом, во многом зависит от того, насколько эффективна экономическая политика всех прочих регионов. Присвоенные даже самым благополучным российским региональным заемщикам рейтинги (см. таблицу 13) ниже так называемого рейтинга инвестиционного уровня, что изначально

ограничивало инвестиционный потенциал ценных бумаг.[109] Заметим также, что специалисты отмечают известную степень некорректности рейтингования российских заемщиков по формальным критериям. Во-первых, способность региона своевременно обслуживать свой долг складывается из двух компонентов - возможности платить (которую можно оценить с помощью ряда экономических показателей), а также его готовности платить, не поддающейся однозначной оценке. Во-вторых, имеет место высокая степень погрешности в оценках из-за отсутствия возможности анализировать кредитную историю заемщиков.[110]

Таблица 13. ***Долгосрочные кредитные рейтинги внешних долговых обязательств субъектов РФ***

Эмитент	Рейтинги эмитентов					
	По состоянию на 01.08.1998г.			По состоянию на 10.05.2000г.		
	Moody's	Fitch IBCA	Standard & Poor's	Moody's	Fitch IBCA	Standard & Poor's
Российская Федерация	B1	BB-	B+	B3	B-	SD
Москва	B1	-	B+	Caa1	CCC	CCC+ (Stable)
Санкт-Петербург	B1	BB-	B+	Caa1	CCC	CCC+ (Positive)
Республика Татарстан	B1	-	B+	Caa3	-	SD
Республика Коми	B1	BB-	-	Caa3	C	-
Республика Саха	Caa3	B+	-	Ca	C	-
Московская обл.	B1	B+	-	Caa3	*	-
Ленинградская обл.	-	BB-	-	-	*	-
Свердловская обл.	B1	-	B+	Caa3	-	CCC- (Stable)
Самарская обл.	B1	-	B+	Caa1	-	CCC (Stable)
Нижегородская обл.	B1	-	B+	Ca	-	*
Калининградская обл.	-	B+	-	-	CC	-
Иркутская обл.	-	-	B+	-	-	CCC- (Stable)
Белгородская обл.	-	B+	-	-	*	-
Красноярский край	B1	BB-	-	Caa1	*	-
Ямало-Ненецкий АО	B1	-	B+	Caa1	-	CCC- (Stable)

* Рейтинг отозван

Источник: Материалы рейтинговых агентств Moody's, Fitch IBCA, Standard & Poor's.[111]

2) Внешние займы российских регионов 1997-1998 гг. оказались экономически неоправданными во многом из-за того, что стоимость заимствований для российского субъекта фактически превышает номинальный размер купона, поскольку падение номинального курса рубля не соотносится с реальной стоимостью валют. По данным

[109] Серафини Р. Муниципальные облигации: взгляд со стороны. / "Рынок ценных бумаг", 1998, №3(114), с.22.
[110] Бондарь Т., Проклов А. Рейтинг региональных облигаций. / "Рынок ценных бумаг", 2000, №5(164), с.87.
[111] Бондарь Т. Опыт внешних облигационных заимствований российских регионов./ "Рынок ценных бумаг", 2000, №9(168), с.79.

Министерства финансов РФ, за период с января 1998 г. по октябрь 1999г. курс доллара вырос примерно в 4,4 раза, в то время как индекс потребительских цен увеличился в 2,49 раза, а индекс цен производителей - в 2,05 раза, из чего можно сделать вывод о слишком высокой дороговизне долларовых займов.

3) Итоги выхода российских регионов на рынок международных капиталов продемонстрировали слабую проработанность проектов займа в части оценки возможных валютных и инвестиционных рисков, а также просчеты в соотнесении сроков заимствований с целями привлечения финансовых ресурсов, что привело к возникновению проблем у заемщиков задолго до стадии погашения долга. Для обеспечения своевременной ликвидации задолженности по внешнему займу Правительству Москвы пришлось прибегнуть к дополнительным мерам по обеспечению ликвидации долга. В частности, Законом г.Москвы “О налоге с продаж” от 17.03.1999 г. №14 ставка налога с продаж была увеличена с 2 до 4%, а спустя несколько дней вышло Постановление Правительства Москвы, обязывавшее направлять в случае перевыполнения доходной части бюджета все дополнительные средства на обслуживание и реструктуризацию долга. При этом дефолт по еврооблигациям вполне мог бы стать реальностью, если бы не проведение операций по выкупу 44% выпуска на вторичном рынке по ценам в 1,5-2 раза ниже цен размещения 1997 г. Данные операции не могут улучшить финансовую репутацию заемщика, поскольку не являются абсолютно корректными: Москва не объявила открытого опциона на покупку облигаций, и таким образом поставила инвесторов в неравное положение.[112]

2.2.4. Принципиальные схемы осуществления заимствований

Лидерами по объемам выпуска и торговли ценными бумагами среди российских субъектов федерации являются Москва и Санкт-Петербург - наиболее благополучные в финансовом отношении российские регионы. Примечательно, что эти города

вышли на рынок заимствований позже, чем большая часть прочих российских регионов. Эта задержка косвенным образом свидетельствовала о том, что органы власти Москвы и Санкт-Петербурга наиболее ответственно подошли к планированию программы заимствования. На сегодняшний момент созданные ими системы управления долгом являются наиболее четко проработанными и эффективными.

Система заимствований в Москве

Изначально власти Москвы рассматривали выпуск облигационных займов в качестве эффективного механизма привлечения капиталовложений для развития столичной инфраструктуры и подъема промышленности города.[113] В конце 1996 г. был создан Комитет муниципальных займов и развития фондового рынка г.Москвы. Аналогичные структуры существуют в составе городских администраций многих крупных городов США: например, Корпорация по экономическому развитию в Нью-Йорке, Департамент городского развития в Лос-Анджелесе.[114]

Перечень задач, ставившихся перед Москомзаймом на разных этапах его функционирования, периодически видоизменялся с внесением изменений в городское законодательство. В соответствии с действующим Положением о Комитете муниципальных займов и развития фондового рынка Правительства Москвы данный орган исполнительной власти призван решать следующие задачи:

- осуществлять совместно с Департаментом финансов и Департаментом экономической политики и развития г. Москвы единой политики управления государственным долгом города Москвы;

- разрабатывать совместно с иными органами исполнительной власти Программы государственных заимствований Москвы;

---

[112] Алексеенкова М. Внешние займы Москвы - итоги и перспективы. / “Рынок ценных бумаг”, 2000, №9(168), с.81.
[113] Климович М. Три “ноу-хау” муниципальных займов. / “Деловые люди”, 1997, №81.
[114] Хромушин И. Кто заплатит за развитие города? В поисках оптимальной схемы финансирования программ развития. / “Рынок ценных бумаг”, 1999, №20 (155), с.95-96.

- привлекать заемные средства в соответствии с программой государственных заимствований Москвы;

- обеспечивать реализацию на возвратной и платной основе отдельных инвестиционных проектов;

- участвовать в реализации программ развития рынка ценных бумаг путем эмиссии государственных ценных бумаг города Москвы и использования других фондовых инструментов для привлечения финансовых ресурсов в экономику города Москвы.

При создании Московской инвестиционно-заемной системы (ИЗС) была сформирована Концепция городских муниципальных займов, имеющая следующую общую структуру[115]:

I. Система целей, представляющая собой совокупность целей трех уровней:

1. *Цели первого уровня*: увеличение числа рабочих мест и оживление производства в Москве, расширение налогооблагаемой базы в интересах бюджета города.

2. *Цели второго уровня*: получение дополнительных средств в отечественной и иностранной валюте, решение задач городской инвестиционной программы.

3. *Цели третьего уровня*: создание предпосылок к созданию городской системы заимствования и разработка мер по ее стабильному функционированию, отработка механизма действия системы инвестирования средств, прочно увязанной с системой их заимствования.

II. ***Система мероприятий по оптимизации городской инвестиционной программы:***

1. Постепенный вывод за рамки инвестиционной программы объектов, не являющихся доходными либо особо значимыми для развития Москвы.

---

[115] Управление инвестиционно-заемными системами. /Под ред. М.В.Климовича, С.М.Тумасянц. - М.: Издательский Дом “РЦБ”, 1998, с.132-139.

2. Одновременное включение в городскую программу проектов, обладающих коммерческой эффективностью.

3. Смещение финансирования инвестиционной программы в сторону средств, привлекаемых путем размещения городских займов Москвы при постепенном снижении нагрузки на другие источники финансирования.

III. ***Идеология построения муниципального долга***, заключающаяся в достижении и поддержке постоянного объема средств, направляемых на инвестиционные нужды Москвы за счет займов, краткосрочных относительно срока окупаемости инвестиционных проектов.

IV. ***Система заимствования средств***, представляющая собой универсальный заем в виде группы облигационных займов, выпускаемых и размещаемых отдельными эмиссиями на основе различных по своим характеристикам и свойствам ценных бумаг с учетом интересов города и групп инвесторов.

V. ***Условия привлечения средств***, характеризующиеся следующими параметрами:

1. Объемы - ориентировочный размер займов на 1998 г. должен был составлять 30-50% от объемов инвестиционных программ, с последующим ростом данного показателя до 100% в течение последующих 2-3 лет.

2. Срочность ценных бумаг - определение этого параметра производится в оперативном порядке, но общая идеология займа состоит в увеличении срока заимствования до максимума, определяемого состоянием рынка в соответствии с потребностями бюджета города.

3. Обслуживание займа и источники возврата средств, в качестве которых на разных этапах функционирования займа выступают: доходы от инвестиционных проектов с использованием средств займа; облигационное рефинансирование; непосредственные выплаты из бюджета города.

VI. ***Обеспечение***. Облигации по отношению к их обеспечению делятся на:

- облигации под общее обязательство о погашении задолженности;

- облигации, выпускаемые без обеспечения, под общее обязательство погасить долг и выплатить проценты;

- облигации под общее обязательство с ограниченным покрытием конкретным налоговым источником;

- облигации под целевые поступления, выполнение обязательств по которым обеспечивается доходами от конкретного проекта.

VII. ***Организационные принципы системы займов***:

1. Опора при проведении займа в первую очередь на органы управления Правительства Москвы с параллельным привлечением для выполнения функций, связанных с размещением, депозитарным обслуживанием займа и т.п., профессиональных участников рынка ценных бумаг и кредитно-финансовыми учреждений.

2. Наличие единого координирующего органа в лице Москомзайма, который отвечает за организационную работу, связанную с проведением займов.

3. Возможность выпуска целевых займов по инициативе городских органов управления, учитывающих специфику деятельности того или иного органа.

4. Система заимствований носит целостный характер, обеспечивающий единые подходы к вопросам управления рисками, формированию системы гарантий по отношению к инвесторам и системы обеспечения займов.

5. Наличие единой инфраструктуры, включающей торговые системы, системы депозитарного учета, и т.д., обеспечивающей обслуживание займов и удовлетворяющей единым стандартам качества предоставляемых финансовых услуг.

VIII. ***Инвестиционная политика***, заключающаяся в улучшении качества инвестиционных проектов и их реализации в установленные сроки с запланированной эффективностью.

IX. ***Структура городских займов Москвы.*** В соответствии с группами потенциальных инвесторов структура городского займа Москвы в разрезе комплекса ценных бумаг представлена в таблице 14.

Таблица 14. ***Предполагаемая структура заимствований Москвы***

Финансовые инструменты	Сегменты рынка
Облигации с денежным погашением	
Краткосрочные облигации (дисконтные, со сроком погашения 3-6 месяцев)	Физические лица, Институциональные инвесторы
Купонные облигации сроком обращения до 3 лет и более	Физические лица, Институциональные инвесторы
Международные среднесрочные облигации	Инвесторы – нерезиденты РФ
Облигации с неденежным погашением	
Жилищные займы	Инвесторы, заинтересованные в реализации нефинансовых прав, удостоверяемых облигациями; Физические лица
Приватизационные	То же
Телефонные, гаражные, земельные и подобные им облигации	Инвесторы, заинтересованные в реализации нефинансовых прав, удостоверяемых облигациями
Векселя	Кредиторы города, Институциональные инвесторы
Налоговые освобождения	Институциональные инвесторы
Акции и облигации дочерних компаний	Институциональные инвесторы, позднее – физические лица
Производные инструменты	Институциональные инвесторы, Физические лица
Прочие ценные бумаги (пенсионные полисы и т.д.)	Инвесторы, заинтересованные в реализации нефинансовых прав, удостоверяемых облигациями; Физические лица
Комбинированные схемы	То же

Источник: Управление инвестиционно-заемными системами. /Под ред. М.В.Климовича, С.М.Тумасянц. - М.: Издательский Дом “РЦБ”, 1998.

Одним из наиболее важных принципов функционирования ИЗС ее создатели видели обеспечение экономической безопасности инвестиционно-заемной системы.

Под экономической безопасностью инвестиционно-заемной системы понимается экономическая защищенность системы и интересов ее участников от внешних и внутренних негативных воздействий, позволяющая эффективно использовать ее экономический потенциал для выполнения ее функций. К внешним негативным факторам относятся экономическая и политическая нестабильность, несовершенство законодательства, неготовность инвесторов к взаимодействию с

ИЗС, отрицательное воздействие на рынок заимствований информации недобросовестных заемщиках, и т.д. К внутренним негативным факторам можно отнести ограниченные возможности по страхованию рисков, отсутствие отработанных технологий взаимодействия участников инвестиционно-заемного процесса, и т.д.

Наиболее важным системным решением проектирования ИЗС можно считать реализованную структуру системы финансовых фондов инвестиционно-заемной системы. Финансовые фонды городских облигационных займов Москвы представляют собой единую систему ведения учета, поступления и расходования средств, целью которой является решение следующих задач:

- аккумулирование средств, поступающих от размещения выпусков облигационных займов;

- аккумулирование средств, поступающих в результате реализации инвестиционных проектов города Москвы, финансируемых за счет средств облигационных займов;

- покрытие расходов, связанных с выпуском, обращением и погашением облигаций, осуществлением налоговых платежей, обслуживанием долга;

- создание необходимых резервов для обеспечения проведения облигационных займов.

Контроль за целевым использованием средств Фондов осуществляется на регулярной основе Инвестиционным советом, Контрольно-счетной палатой, Департаментом финансов и другими контролирующими органами по поручению Московской городской Думы, Мэра Москвы и Премьера Правительства Москвы.

Система фондов состоит из:

1) *Резервно-операционного фонда*, основной задачей которого является аккумулирование и перераспределение всех поступающих финансовых средств ;

2) *Фонда обслуживания и погашения городских облигационных займов*, обеспечивающего переток средств из резервно-операционного фонда к владельцам ценных бумаг в порядке погашения облигаций и выплаты текущих доходов по ним;

3) *Фонда обеспечения технологических расходов*, обеспечивающий возмещение текущих затрат на функционирование ИЗС, а также исполнение необходимых платежей налогового характера (на этапе становления ИЗС предельный норматив отчислений в данный фонд был утвержден в размере 5% от величины займов);

4) *Инвестиционного фонда*, обеспечивающего финансирование инвестиционных проектов в объемах, предписанных решениями Инвестиционно-экономического совета Москвы.

Обособленно формирующимся является Залоговый фонд, который составляет залоговое имущество, предоставляемого заемщиками средств в обеспечение покрытия возможных убытков. Наполнение этого фонда осуществляется по мере утверждения заявок на инвестиционные кредиты.

При формировании Московской ИЗС планировалось, что данная, уникальная, по мнению московских чиновников, система сможет обеспечить минимально возможную административную нагрузку на займы и продвижение на рынок новых типов городских обязательств в минимальные сроки.[116] В основу ИЗС была положена стратегия, предусматривающая три основных этапа:

I этап - 1997 г. Для финансирования отобраны проекты с высокой степенью готовности с целью снижения рисков и сокращения времени на подготовку проектов.

II этап - 1998-1999 гг. Предполагается более сложная политика с возможным переходом от инвестиций разового характера к комплексным проектам.

III этап - 2000 и последующие годы. Масштабы финансирования инвестиционных проектов за счет займов в 1,5 раза превысят инвестиции из бюджета. Объектами инвестирования станут преимущественно комплексные

[116] Клейн А. Московская и межрегиональная инвестиционно-заемные системы. / “Рынок ценных бумаг”, 1998, №9(120), с.33.

программы социально-экономического развития. В составе инвестиционного портфеля предусматриваются социально значимые проекты с невысокой или нулевой доходностью.[117]

Каковы же результаты деятельности инвестиционно-заемной системы Москвы за истекший период? Были ли достигнуты цели ИЗС?

Цели *первого уровня*, как указывалось выше, являлись целями высшего порядка. Поскольку формирование московской ИЗС было начато в 1996 г., было бы некорректным считать, что за столь непродолжительный временной отрезок указанные цели могли быть достигнуты.

Была проведена работа по достижению целей *второго уровня*. Максимальную активность на первичном рынке облигаций Москва проявила в 1997-1998 гг. За два года Инвестиционно-заемной системой был осуществлен выпуск трех внешних займов на сумму 500 млн. USD, 500 млн. немецких марок и 400 млрд. итальянских лир; двух выпусков сберегательного займа в объеме 600 млн. руб.; семи выпусков внутреннего займа в объеме 5,8 млрд. руб. (за тот же период были привлечены кредитные ресурсы в размере 1,8 млрд. руб. и 694 млн. USD).

В результате деятельности ИЗС, по официальной информации Правительства Москвы, за счет размещения городских облигационных займов в 1997-1998гг. на финансирование городских инвестиционных программ было направлено 16,86 млрд. руб. (за счет целевых банковских кредитов - 8,4 млрд. руб.).

Однако, большинство проектов, которые были профинансированы за счет краткосрочных облигационных займов, были малоэффективны и плохо рассчитаны с точки зрения их окупаемости - например, комплексы “Манежная площадь”, “Гостиный двор”, и т.д. Большинство финансируемых проектов при этом не носили производственного характера, поскольку представляли собой строительство торговых комплексов и офисных центров. В связи с этим, можно констатировать, что достижение целей второго уровня ассиметрично: привлечены дополнительные

[117] Там же.

финансовые средства, однако не реализована задача их целевого эффективного использования.

В рамках достижения *целей третьего уровня* была проведена работа по формированию Комитета муниципальных займов и развития фондового рынка Москвы как единого органа, обеспечивающего реализацию политики Правительства Москвы в области городских заимствований, управления государственным долгом города Москвы и развития финансового и фондового рынков. Как отмечалось выше, была проделана работа по привлечению заемных средств в бюджет города, однако качество управления городским долгом было и остается весьма низким, поскольку:

Во-первых, сосредоточив максимум усилий на размещении долговых обязательств, руководство ИЗС не уделяло должного внимания организации их обслуживания, в результате чего не удалось равномерно распределить расходы по обслуживанию долга по годам и внутри каждого года.

Во-вторых, недостаточно внимания было уделено развитию вторичного рынка облигаций. Так, например, в 1997 г. коэффициент ликвидности муниципальных займов, рассчитываемый как отношение объема сделок на вторичном рынке к емкости рынка муниципальных ценных бумаг, для облигаций внутреннего займа составлял менее 0,5%, что характеризует максимальный по объему сектор московских внутренних займов как низколиквидный.[118]

В-третьих, практически не была решена задача привлечения посредством займов средств частных инвесторов. При выпуске облигаций городского сберегательного займа, сориентированного на привлечение средств населения, около 63% от всего объема реализованных облигаций 1-го выпуска были выкуплены уполномоченными банками.[119] Низкая активность населения во многом объясняется объективными

---

[118] Ямщикова О. Становление регионального фондового рынка. Дисс. на соиск. уч. степ. к.э.н. - С.П., 1998, с.75.

[119] Определить, какая доля из оставшихся 37% была выкуплена физическими лицами, сложно, поскольку облигации эмитировались в предъявительской форме. Однако, по мнению Правительства Москвы, эта доля была невысокой (см. Постановление Правительства Москвы “О результатах работы Комитета муниципальных займов и развития фондового рынка по выпуску, обращению и погашению городских облигационных займов в 1996-1998 гг. и совершенствовании заемно-инвестиционной системы г.Москвы”).

причинами, речь о которых пойдет далее, но в данном случае сыграл важную роль и субъективный фактор. Хотя формально ставка доходности по облигациям была привязана к депозитной трехмесячной ставке 25 крупнейших банков, являющихся ведущими по работе с физическими лицами, расчет с учетом весовых коэффициентов, определяющих долю участия банков на рынке ресурсов населения, сводил доходность инструмента к доходности вкладов Сберегательного банка.

В-четвертых, система управления заемно-инвестиционным процессом через специализированные учреждения привела к снижению ответственности должностных лиц за принимаемые решения и ослаблению контроля за их деятельностью. Имело место нецелесообразное расширение управленческого аппарата (в апреле 1997 г. при Комитете муниципальных займов были созданы учреждения “Москомзайм-маркет”, “Москомзайм-инвестпроект”, “Москомзайм-финанс” и “Москомзайм-регионпроект”, впоследствии упраздненные), что, в свою очередь, вызвало неоправданный рост расходов на содержание управленческой структуры. Практически не оправдала себя система финансовых фондов городских займов.

Таким образом, созданная в Москве инвестиционно-заемная система как механизм привлечения и рационального использования заемных ресурсов, пока не является эффективной.

Принципиально иная схема привлечения заемных средств была использована Администрацией Санкт-Петербурга.

Система заимствований в Санкт-Петербурге

Формирование и развитие рынка долговых обязательств Санкт-Петербурга было ориентировано на рынок федеральных долговых обязательств, поскольку в 1995 г. при запланированном в городе дефиците бюджета выпуск ценных бумаг по отлаженной на федеральном уровне схеме представлялся наиболее эффективным механизмом привлечения дополнительных финансовых средств.

История заимствований в Санкт-Петербурге началась с первого выпуска государственных городских краткосрочных облигаций (ГГКО) в марте 1995 г. Этот краткосрочный инструмент по сути являлся аналогом ГКО, поскольку основные характеристики ценных бумаг и механизм их реализации были идентичны федеральным облигациям. За счет своей надежности, достаточно высокой доходности и наличию эффективной системы безналичных расчетов облигации стали объектом большого внимания инвесторов. Если в 1995 г. объем эмиссии ГГКО составил 2,1 трлн. руб., и в течение года состоялось 19 аукционов по размещению облигаций, то в 1996 г. объем эмиссии увеличился до 6,07 трлн. руб., в течение года было проведено 46 аукционов.[120] По итогам 1996 г. дефицит бюджета Санкт-Петербурга на 72% финансировался за счет рынка ценных бумаг Администрации города.

Параллельно с увеличением объемов выпуска облигаций происходило удлинение сроков заимствований. В 1997 г., помимо осуществления эмиссии еврооблигаций на сумму 300 млн. USD, был начат выпуск купонных ГГКО со сроком обращения до 3 лет. Данный инструмент представляет собой аналог другой государственной бумаги - ОФЗ. В результате дюрация рынка ГГКО выросла с 87 дней в начале 1996г. до 149 дней в конце года, а в ноябре 1997 г. дюрация составляла 337 дней.[121]

В 1998 г. было зарегистрировано 17 выпусков санкт-петербургских облигаций на общую сумму 2,66 млрд. деноминированных рублей, при этом сроки обращения облигаций варьировались от 3 до 24 месяцев.[122]

В 1999 г. были введены в обращение принципиально новые ценные бумаги - Среднесрочные государственные именные облигации Санкт-Петербурга (СГО), позволившие усовершенствовать действовавшую до 1998 г. громоздкую схему

---

[120] Ямщикова О. Становление регионального фондового рынка. Дисс. на соиск. уч. степ. к.э.н. - С.П., 1998, с.62-67.
[121] Там же, с.67.
[122] Данные Министерства финансов РФ о выпуске ценных бумаг в 1998 г.

зачетов по погашению задолженности городских предприятий по уплате местных налогов и сборов. Владельцы данных облигаций имеют право осуществлять, помимо продажи облигаций на вторичном рынке, расчеты при помощи СГО с кредиторами и подрядчиками, досрочное предъявление облигаций к выкупу при наличии двухмесячной недоимки по уплате налогов в части сумм, зачисляемых в городской бюджет. В 1999 г. было размещено облигаций на сумму 190 млн. руб., и из них почти 21% был предъявлен к досрочному выкупу.[123]

В 2000 г. за первые семь месяцев Администрацией Санкт-Петербурга было осуществлено 2 выпуска облигаций сроком обращения до 1 года, 4 выпуска облигаций сроком обращения от 1 до 5 лет, и 1 выпуска сроком обращения от 5 до 30 лет. При этом из общего числа зарегистрированных Министерством финансов РФ выпусков субфедеральных и муниципальных ценных бумаг более 40% приходится на выпуски ценных бумаг Администрации Санкт-Петербурга. Кроме средств крупных инвесторов, администрация Санкт-Петербурга работает и над привлечением средств физических лиц путем выпуска облигаций городского сберегательного займа. До конца 2000 г. с данного сегмента планируется привлечь 150-200 млн. руб.[124]

Отличительной особенностью рынка долговых обязательств Санкт-Петербурга является наличие наиболее развитой инфраструктуры рынка субфедеральных облигаций. Состав этой инфраструктуры практически полностью совпадал с инфраструктурой рынка ГКО-ОФЗ, и включал в себя объединенную систему уполномоченных участников: Генерального агента, бирж, депозитария, расчетной системы и дилеров. Помимо того, что своевременное создание высокотехнологичной компьютеризированной инфраструктуры привлекло к участию в торгах санкт-петербургскими ценными бумагами значительное число инвесторов, именно данный рынок впервые смог стать первым *межрегиональным* рынком, поскольку система торгов стала использоваться для проведения операций с ценными бумагами других

---

[123] Фаустова М. Среднесрочные государственные именные облигации Санкт-Петербурга. / “Рынок ценных бумаг”, 1999, №12(147), с.10.

регионов. Для этих целей в конце 1996 г. в Санкт-Петербурге был зарегистрирован специальный расчетный центр. В результате в 1997 г. в Санкт-Петербурге стали проводиться регулярные торги не только по санкт-петербургским ГГКО, но и по оренбургским краткосрочным облигациям, а также облигациям городского внутреннего займа Москвы. В начале 1998 г. в Санкт-Петербурге начались торги по еще нескольким видам субфедеральных долговых обязательств: облигаций Ленинградской и Омской областей, Республики Саха (Якутия).[125]

Существенным отличием рынка облигаций Санкт-Петербурга от прочих рынков субфедеральных и муниципальных облигаций, в том числе и московского рынка, является активная позиция эмитента на вторичном рынке, позволяющая ему эффективно управлять ставкой заимствования. Эмитент осуществлял на вторичных торгах доразмещение и досрочный выкуп ГГКО, при этом цена доразмещения облигаций, как правило, была значительно выше средневзвешенной цены на аукционе. В результате уже к концу 1996 г. администрации Санкт-Петербурга удалось значительно приблизить доходность рынка своих долговых обязательств к доходности ценных бумаг федерального правительства.

В целом, можно констатировать, что система заимствований в Санкт-Петербурге ориентирована на выпуск облигаций общего покрытия, эмитируемых с целью покрытия дефицита городского бюджета и реструктуризации имеющегося долга. При этом схема организации рынка долговых обязательств нецентральных органов власти является наиболее эффективной именно в Санкт-Петербурге, поскольку в развитии системы заимствований города прослеживается ряд положительных моментов, существенным образом выделяющий Санкт-Петербург из совокупной массы заемщиков:

---

[124] Обозрение “Финансовые рынки”, т.8, №3, март-апрель 2000 г., с.142.
[125] Ямщикова О. Становление регионального фондового рынка. Дисс. на соиск. уч. степ. к.э.н. - С.П., 1998, с.74-75.

- своевременное и эффективное использование опыта центрального правительства по формированию положительно зарекомендовавшей себя инфраструктуры рынка долговых обязательств;

- привлечение в качестве участников размещения займа независимых профессиональных участников рынка ценных бумаг;

- объективный анализ реальных первостепенных потребностей городского бюджета в заемных средствах с параллельной оценкой источников погашения займов и потенциальной емкости рынка;

- эффективное управление долгом, результатом которого стало удешевление обслуживания долга и увеличение сроков заимствований при проведении планомерной реструктуризации долга в сторону удлинения сроков выпусков.

2.2.5. Итоги развития рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 1992-2000 гг. и перспективы его дальнейшего развития

Итогами развития межбюджетных отношений в России и самостоятельной деятельности субъектов федерации и местных органов власти по привлечению финансовых ресурсов в 1992-2000 гг. можно считать:

1) Возникновение объективных потребностей нецентральных органов власти в привлечении заемных ресурсов посредством эмиссии долговых обязательств. Возобновление тенденции роста совокупного объема эмиссий в посткризисных условиях.

2) Наличие платежеспособного спроса отечественных и зарубежных инвесторов на ценные бумаги крупных эмитентов.

3) Формирование отдельными эмитентами эффективных схем выпуска и обращения собственных ценных бумаг.

4) Формирование высокотехнологичной инфраструктуры рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг.

5) Закрепление в федеральном, региональном и местном законодательстве основных положений, регулирующих деятельность эмитентов.

6) Демонстрация отдельными заемщиками возможностей удлинения сроков облигационного заимствования.

Тем не менее, нельзя не отметить ряд негативных моментов:

1) В области законодательного регулирования рынка муниципальных и субфедеральных ценных бумаг:

а) законодательные ограничения не учитывают высокую дифференциацию экономических потенциалов заемщиков;

б) отсутствуют схемы предоставления гарантий и защиты прав потенциальных инвесторов;

в) не разработана процедура банкротства субфедеральных и муниципальных заемщиков.

2) В области финансово-экономических параметров рынка:

а) преобладание займов, осуществляемых с целью финансирования дефицита бюджета и реструктуризации задолженности;

б) высокая доля краткосрочных долговых обязательств в общем объеме заимствований;

3) В области организации выпуска и обращения облигаций:

а) преобладание разовых, не возобновляемых эмиссий;

б) конструирование эмиссий без учета параметров финансового состояния эмитента и рыночных факторов;

в) минимальное привлечение средств частных инвесторов.

Формирование рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 90-х гг. ознаменовало собой начало второго, постсоветского периода в развитии данного сегмента фондового рынка. Заметим, что в рамках первого, дореволюционного, периода данный сегмент включал в себя лишь рынок муниципальных, или городских,

облигаций. Региональных, или каких-либо подобных региональным, ценных бумаг в конце XIX- начале XX вв., не существовало.

Краткий анализ состояния рынка муниципальных ценных бумаг в дореволюционный период, тем не менее, обнаруживает определенную связь с реалиями нашего времени. Как указывалось выше, огромная часть муниципального долга в дореволюционной России (около 82% от общей суммы задолженности по состоянию на 1913 г.), приходилась на задолженность 8 крупных городов (6 из которых в настоящее время находятся за пределами Российской Федерации). В России на текущий момент безусловными лидерами в области заимствований являются все те же два крупнейших российских города - Москва и Санкт-Петербург.

Увеличение числа заемщиков на современном этапе по сравнению с дореволюционным уровнем является формальным: если исключить из перечня эмитентов регионы, осуществившие единичные принудительные эмиссии “сельских” и “энергетических” облигаций, то можно констатировать примерно такое же ограниченное число заемщиков, которое присутствовало на рынке столетие назад. Более того, в течение 1999-2000 гг. Минфином РФ были зарегистрированы эмиссии всего 16 эмитентов. В настоящее время сложно определить, насколько активнее были бы субъекты федерации и местные органы власти, если бы не произошедший в августе 1998 г. финансовый кризис. Однако, есть все основания предполагать, что число эмитентов должно было иметь тенденцию к понижению во-первых, из-за имевших место фактов невыплат по подобным облигациям в докризисный период, а во-вторых, из-за минимального числа прецедентов эффективного использования привлеченных посредством займов средств.

Традиционно слабым остается развитие информационной поддержки российских займов. Уровень информированности потенциальных инвесторов о финансовом состоянии заемщиков крайне низок, что, с одной стороны, сокращает круг возможных кредиторов, а с другой стороны, повышает кредитный риск инвестиций в муниципальные облигации.

Рынок иностранных капиталов продолжает привлекать российских заемщиков ввиду ограниченности предложения капиталов на внутреннем рынке. Однако, если до 1917 г. наличие на бланке облигации валютного паритета автоматически превращало ее в инструмент привлечения внешнего долга, то в настоящее время подобное превращение невозможно из-за ряда причин юридического и экономического свойства.

Несомненно, такие черты дореволюционных муниципальных ценных бумаг, как долгосрочность, преимущественная инвестиционная направленность денежных потоков, простота доступа на внешний рынок, активная обращаемость на вторичном, в том числе биржевом, рынке, обнаруживают существенное превосходство ранее существовавших инструментов над современными. И в определенном смысле уровень развития дореволюционного рынка муниципальных облигаций является пока труднодоступной планкой для современного рынка. Вполне возможно, что при стабилизации экономической ситуации в России и высоких темпах экономического роста российский фондовый рынок, и в частности, рынок муниципальных заимствований, приобретет столь же высокие качественные характеристики. Однако, не стоит переоценивать ту роль, которая может быть отведена рынку муниципальных заимствований даже в отдаленном будущем. В настоящее время мы имеем два примера развития рынка муниципальных облигаций - американский и европейский. По нашему мнению, российский рынок в его современном состоянии обнаруживает большее сходство со второй моделью.

Во-первых, по российскому законодательству местные органы власти не наделены таким широким кругом полномочий, как муниципалитеты в США.[126] Законодательно субъекты федерации и местные органы власти имеют ограниченный доступ на рынок заимствований: ограничения касаются сроков, объемов

[126] Специалисты по муниципальному праву чаще всего выделяют российскую систему местного самоуправления как особую, однако, если рассматривать компетенцию местных органов в области финансовых вопросов, то российская система имеет большее сходство с континентальной или смешанной моделями, нежели с англосаксонской моделью, используемой в США.

заимствований, возможностей выхода на зарубежные рынки. При этом данные ограничения в целом выглядят достаточно логичными и отражающими объективную необходимость подобного сдерживания действий местных правительств.

Во-вторых, российский фондовый рынок никогда, даже в дореволюционный период, не отличался ни огромными объемами, ни особым разнообразием фондовых ценностей. Банковский капитал, как и в Европе, здесь всегда успешно соперничал с фиктивным капиталом. Активное же развитие рынка муниципальных займов, наблюдавшееся в конце XIX- начале XX вв., являлось объективным следствием происходившего в то время промышленного подъема и роста потребностей в инвестиционном капитале.

В-третьих, российские муниципальные облигации чаще всего недостаточно хорошо сконструированы: в основу разработки характеристик займов закладываются, прежде всего, потребности эмитента, а не ожидания инвестора. Рынок муниципальных облигаций США сориентирован на своего основного покупателя - граждан, инвестиционные фонды, страховые компании. Разработчики российских займов чаще всего не учитывают, кто станет покупателем, какие цели будет преследовать эта покупка, и какие свойства облигаций сделают их более привлекательными для потенциальных владельцев. В настоящее время трудно рассчитывать на интерес российских граждан к займам. Основными покупателями были и, скорее всего, будут крупные инвесторы, в большинстве случаев владеющие крупными пакетами вплоть до момента погашения.

В-четвертых, большинство эмитированных в России займов - это займы субфедеральные. Возможность выпустить заем есть лишь у незначительного числа крупных городов. Ликвидность городских займов крайне низка (исключением являются лишь облигации Санкт-Петербурга). Выходом из сложившейся ситуации может стать использование опыта европейских стран - объединение муниципалитетов с целью проведения совместной эмиссии. Однако, действующее законодательство не предусматривает подобных возможностей.

Таким образом, на сегодняшний день говорить о наличии объективных предпосылок бурного роста рынков муниципальных облигаций в России, по меньшей мере, преждевременно. Несмотря на несомненное присутствие определенных моментов схожести макроэкономических условий России и США, российский рынок и условия, в которых он развивается, обнаруживают большее сходство с европейскими рынками, нежели с американским. Вероятнее всего, что в тот момент, когда можно будет говорить о существовании в России полноценного рынка муниципальных долговых обязательств, это будет рынок европейского типа.

Глава 3. Концепция организации выпуска облигационных займов нецентральными органами власти

Как показал анализ текущего состояния рынка ценных бумаг субъектов Российской Федерации и местных органов власти, существует ряд причин, обусловливающих крайне низкую активность эмитентов и инвесторов на данном секторе финансового рынка. Кроме причин общеэкономического характера, негативное влияние на развитие сектора региональных заимствований оказал не обоснованный реальными экономическими потребностями рост объемов первичного рынка субфедеральных и муниципальных облигаций в докризисный период и отсутствие у властей соответствующего уровня четких программ использования заемных средств и механизмов ликвидации задолженности перед кредиторами. В связи с этим дуализм одной из основных задач формирования рынка на современном этапе - создания ликвидного рыночного инструмента - состоит в том, чтобы данный инструмент, во-первых, обладал надежностью и привлекательными рыночными характеристиками, а, во-вторых, стал эффективным инструментом привлечения финансовых ресурсов в воспроизводственный механизм экономики региона или города.

Для решения данной задачи необходима реализация целого комплекса мер экономического и административного характера. В данной главе мы попытаемся определить основные направления действий эмитента на пути к созданию такого эффективного рыночного инструмента. В общем виде схема создания ликвидного финансового продукта может выглядеть следующим образом:

I. Создание предпосылок для формирования потенциальными эмитентами репутации платежеспособных и добросовестных заемщиков.

II. Индивидуальная работа эмитента по созданию ликвидного финансового продукта.

2.1. Оценка потребностей эмитента.
2.2. Разработка организационных принципов эмиссионного проекта.
2.3. Анализ инвестиционной активности отдельных групп инвесторов на рынке ценных бумаг.
2.4. Выбор источников погашения облигаций.
2.5. Позиционирование инструмента займа и оценка емкости рынка.
2.6. Выбор характеристик займа с учетом предполагаемых целей и предпочтений потенциальных инвесторов.
2.7. * Разработка системы управления рисками, связанными с выпуском, размещением и погашением займа.

* Выделение данного этапа условно, поскольку задача определения и минимизации рисков решается на протяжении всего процесса по созданию финансового продукта, на этапах I и II.

Ниже будет приведено более подробное описание каждого из этапов схемы.

3.1. Создание предпосылок для формирования потенциальными эмитентами репутации платежеспособных и добросовестных заемщиков

Важнейшей проблемой на пути создания любого эффективного финансового механизма является обеспечение его экономической безопасности. Под экономической безопасностью любой системы понимают экономическую защищенность системы и интересов ее участников от внешних и внутренних угроз, позволяющую надежно сохранить и эффективно использовать для исполнения своей миссии ее экономический потенциал.[127]

[127] Гладский Д.Г. Экономическая безопасность системы городских муниципальных займов. Дисс. на соиск. уч. степ. к.э.н. - М., 1999, с.37.

Основным направлением действия системы безопасности займа является минимизация рисков, возникающих на всех этапах жизненного цикла финансового инструмента. При этом финансовым рискам могут быть подвержены как все участники эмиссионного проекта, и в первую очередь - эмитент ценных бумаг, так и инвесторы.

Виды рисков, воздействию которых подвержены рынки субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, в самом общем виде можно подразделить на две основные группы - внешние с точки зрения эмитента (возникающие по независящим от эмитента причинам), и внутренние (возникающие в результате деятельности эмитента). В таблице 15 приведены некоторые виды рисков, которым подвержены эмитенты и инвесторы.[128]

Таблица 15 ***Виды рисков по субфедеральным и муниципальным ценным бумагам***

Виды рисков	Краткое описание	Вид займов, подверженных данному виду риска	Подверженность данному виду риска	
			Эмитент	Инвестор
Внешние риски				
Прямой суверенный	Риск, связанный с вмешательством центрального правительства, непосредственно снижающим способность эмитента своевременно покрыть свои долговые обязательства	Все виды займов	+	+
Косвенный суверенный	Риск, связанный с действиями центрального правительства, которые могут негативно повлиять на общеэкономическую ситуацию в стране, что снижает способность эмитента своевременно покрыть свои долговые обязательства.	То же	+	+
Валютный	Риск потерь, связанных с изменением обменных курсов валют при осуществлении заимствований на внешнем рынке.	Заем, номинированный в иностр. валюте	+ при повышении курса	+ при понижении курса
Инфляционный	Риск обесценения доходов от ценных бумаг вследствие высокой инфляции.	Займы с фиксированной ставкой дохода		+
Региональный**	Риск, связанный с вложениями в ценные бумаги эмитента, осуществляющего свою деятельность на территории данного региона.	Все виды займов	+	+
Рыночный	Риск, связанный с возможными расхождениями между предварительными	Займы, осуществляемые	+	+

[128] В таблице приведены лишь отдельные виды рисков самого общего характера. Кроме того, мы не рассматриваем здесь такие группы рисков, как технические или операционные риски.

	расчетами экономических характеристик финансируемого объекта и реальной рыночной ситуацией.	под конкретный инвестиционный проект		
Риск снижения платежеспособности потребителей	Риск, связанный со снижением платежеспособного спроса потенциальных инвесторов, возникает на стадиях разработки и реализации эмиссионного проекта.	Все виды займов, но в особенности – займы, ориентированные на частных инвесторов.	+	
Конкурентный	Риск, связанный со снижением спроса на выпущенные ценные бумаги вследствие появления конкурирующих финансовых инструментов.	Все виды займов.	+	
Внутренние риски				
Кредитный	Риск невыплаты эмитентом основной суммы долга и/или процентов.	Все виды займов		+
Риск ликвидности	Риск финансовых потерь при реализации ценной бумаги на вторичном рынке из-за изменения рыночной оценки ее качества.	Все виды займов		+
Процентный	Риск финансовых потерь, возникающий в связи с изменением процентных ставок на рынке.	Все виды займов, кроме займов с индексированным процентом.	+ при падении ставок	+ при росте ставок
Временной	Риск эмиссии, покупки или продажи ценных бумаг в неподходящее время.	Все виды займов	+	+
Проектный	Риск, связанный со снижением фактической рентабельности финансируемого за счет эмиссии инвестиционного проекта.	Займы, осуществляемые под конкретный инвестиционный проект	+	+
Риск несвоевременного выполнения эмитентом своих обязательств	Риск неполучения основной суммы вложенных средств и причитающихся процентов вследствие возникновения временных финансовых трудностей у эмитента.	Все виды займов		+
Риск неразмещения ценных бумаг	Риск, связанный с низким уровнем спроса на ценные бумаги, вызванный отсутствием интереса потенциальных инвесторов.	Все виды займов	+	
Отзывной риск	Риск отзыва ценных бумаг эмитентом	Займы с правом досрочного отзыва		+

1. * При составлении таблицы использованы материалы следующих книг и статей: Ивасенко А.Г. Банковские риски. -М.: “Вузовская книга”, 1998, с.4-48; Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: “Перспектива”, 1995, с.29-39; Рэдхэд К. и Хьюс С. Управление финансовыми рисками. -М.: “Инфра-М”, 1996, с.11-24, Гитман Л.Д. и Джонк М.Д., с.232-234, Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами. -М.:”Перспектива”, 1997, с.61-62; Майорова Н. Проектные облигации в государственном и муниципальном секторе: опыт зарубежных стран и перспективы в России. / “Рынок ценных бумаг”, 1998, №16(127), с.23-25).

** данный вид риска может рассматриваться как внутренний, когда речь идет о заимствованиях субъектов федерации, или же как внешний, если рассматривается заем местных органов власти.

Из приведенной таблицы видно, что некоторые риски, в особенности внешние, не могут быть устранены в результате действий эмитента ценных бумаг, и тем более -

действий инвесторов. Однако существуют меры по снижению отдельных видов рисков эмитентов и инвесторов, и их постепенная реализация возможна при активной деятельности эмитента и внешних участников процесса заимствования на всех последующих этапах рассматриваемой концепции создания эффективного финансового продукта.

Создание объективных условий для защиты прав участников рынка ценных бумаг, эмитированных нецентральными органами власти, является для инициаторов займа частью решения проблемы обеспечения экономической безопасности системы займов. Естественно, что эмитент или прочие участники конкретного проекта займа не смогут самостоятельно решить данную проблему в силу ограниченного характера своих полномочий в рамках решения задач общегосударственного плана, являющихся неотъемлемой частью комплекса направлений экономической безопасности системы займов. К таким направлениям можно отнести общеполитическую безопасность страны, создание систем антикризисного и антимонопольного управления, и т.д. Мы не будем останавливаться на рассмотрении перечисленных аспектов. Есть ряд проблем, связанных с обеспечением экономической безопасности системы займов, явным или косвенным образом связанных с практической деятельностью самих эмитентов субфедеральных и муниципальных ценных бумаг. И если внутренним содержанием грамотно построенной системы займов будет являться ее экономическая устойчивость, то одним из внешних проявлений экономической безопасности будет создание эмитентом репутации надежного заемщика.

Пути решения данной проблемы лежат в двух плоскостях. Во-первых, каждый отдельно взятый эмитент для достижения данной цели ориентирует построение своей финансово-хозяйственной деятельности на соответствие общепринятым критериям, применяемым для оценки кредитоспособности заемщика. А во-вторых, для каждого конкретного эмитента наиважнейшее значение имеет формирование отношения потенциальных инвесторов к субфедеральным и муниципальным облигациям как к

классу высоконадежных и ликвидных ценных бумаг. При этом, если первая задача (будем называть ее задачей микроуровня) решается самостоятельно конкретным заемщиком (при наличии адекватного соотношения между степенью экономической самостоятельности данного субъекта и комплексом возложенных на него обязанностей), то вторая - является задачей общефедерального уровня, и может быть решена отдельным территориальным образованием самостоятельно лишь в случае абсолютной пассивности прочих субъектов на рынке субфедеральных и муниципальных ценных бумаг.

Для решения задач микроуровня в настоящий момент важны не столько абсолютные значения комплекса показателей (которые могут в большинстве случаев не соответствовать принятым в мировой практике стандартам), сколько их положительная динамика. В числе показателей, влияющих на формирование репутации благонадежного заемщика, могут быть:

- соотношение объема текущего долга администрации и предельного объема заимствований, установленного федеральным законодательством и правовым актом данного территориального образования о местном бюджете на текущий год;

- объемы и структура налоговых поступлений в территориальный бюджет;

- способность администрации территориального образования осуществлять эффективное стратегическое планирование развития региона или муниципального образования;

- зависимость экономического состояния региона от результатов деятельности одного или нескольких предприятий-монополистов;

- уровень жизни населения территориального образования;

- сальдо финансовых потоков между территориальным образованием и бюджетами вышестоящих уровней;

- кредитная история (фактор, на который следует обратить особое внимание. По итогам определения рейтингов заемщиков субфедерального уровня, в группу

регионов с наилучшими показателями попадают, как правило, те регионы, которые вообще не выходили на рынок облигационных заимствований.[129]);

- наличие и качество кредитного рейтинга, и т.д.

Разумеется, перечень факторов, прямо или косвенно воздействующих на формирование репутации заемщика, значителен, и, как видно из приведенного нами перечня, в большинстве случаев связан даже не с качеством заемной политики, а с эффективностью управления территориальным образованием в целом. Поскольку рассмотрение данных проблем не является целью настоящего исследования, ограничимся лишь констатацией их наличия.

Что же касается задач макроуровня, то возможности оптимизации процесса заимствования региональными и муниципальными образованиями со стороны вышестоящего уровня власти лежат в плоскости решения двух основных проблем:

1) создание эффективного механизма обеспечения гарантий и защиты прав инвесторов;

2) обеспечение условий для снижения потенциальных рисков эмитента на этапах, предшествующих конструированию займа.

Специалисты, занимающиеся проблемами развития рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, нередко упоминают следующие возможности решения вышеупомянутых проблем:

- создание законодательно закрепленной процедуры банкротства эмитентов субфедеральных и муниципальных ценных бумаг и схемы истребования средств и наложения взыскания на специальные источники доходов в случае дефолта;

- введение института специализированных банков (банков-trustee) выполняющих роль посредника между эмитентом и инвестором, обеспечивая при

[129] Бондарь Т., Проклов А. Рейтинг региональных облигаций. / “Рынок ценных бумаг”, 2000, №5(164), с.87.

этом контроль за проведением эмиссии и защиту инвесторов при невыполнении эмитентом своих обязательств[130];

- вовлечение в процесс разработки и осуществления эмиссии независимых экспертов, оценивающих достоверность раскрываемых органами власти финансовых показателей[131];

- создание саморегулируемой организации участников рынка муниципальных ценных бумаг.[132]

Разумеется, ни одна из вышеперечисленных мер не может принести видимого эффекта без комплексного подхода к решению проблемы. Комплекс мер в самом общем виде должен включать в себя принятие поправок к действующим нормативным актам, регулирующим формирование и развитие рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, и создание единой структуры, осуществляющей контроль за соответствием состояния финансово-хозяйственной базы эмитента его эмиссионной политике и обеспечивающей защиту прав потенциальных инвесторов.

Что касается изменений в действующем законодательстве, то они необходимы по следующим причинам:

1) Отсутствует единая процедура реализации прав инвесторов при неисполнении субъектами федерации и местными органами власти своих долговых обязательств;

2) Отсутствует система внешнего контроля за целевым использованием заемных средств и средств резервных фондов, в ряде случаев являющихся обеспечением займа;

3) Существуют единые требования к эмитентам, нивелирующие отличия в степени надежности между облигациями, обеспеченными общими доходами

---

[130] Шадрин А. Новые муниципальные облигации для городской инфраструктуры. / “Рынок ценных бумаг”, 1999, №1(136), с.64.
[131] Довбня С., Семенюк А. Перспективы новых финансовых инструментов на рынке субфедеральных ценных бумаг. Опыт Санкт-Петербурга. / “Рынок ценных бумаг”, 2000, №6(165), с.58.
[132] Шадрин А. Новые муниципальные облигации для городской инфраструктуры. / “Рынок ценных бумаг”, 1999, №1(136), с.65.

бюджета, и облигациями, обеспеченными конкретными статьями доходов. Это означает, что изначально эмитенты, стремящиеся получить средства на покрытие дефицита бюджета при отсутствии конкретных планов использования этих средств, имеют определенные преимущества перед эмитентами, затратившими материальные, трудовые и временные ресурсы на разработку конкретной инвестиционной программы и план выплат по долговым обязательствам. Законодательные нормы, ограничивающие возможности эмитентов субфедеральных и муниципальных ценных бумаг заимствовать средства в необходимых объемах, существенно сокращают спектр насущных задач региона или города, которые можно решить путем эмиссии облигационных займов. В этом смысле корпоративные эмитенты находятся в более привилегированном положении, имея возможность эмитировать долговые обязательства на сумму уставного капитала, не считая гарантий третьих лиц.

Разумеется, мы не призываем к ликвидации каких бы то ни было ограничений, связанных с возможностями регионов и городов привлекать заемные ресурсы. Напротив, ограничения нужны, и гораздо более жесткие. Однако эти ограничения должны касаться не только объемов привлечения, но и, в первую очередь, направлений использования ресурсов и обеспечения займов. Поэтому, скорее всего, эффективное решение проблемы надежности и ликвидности займов лежит не в принятии унифицированного закона, предъявляющего единый набор требований к эмитентам, чьи финансово-хозяйственные показатели порой разнятся в несколько раз, а в создании условий для использования индивидуального подхода к каждому отдельно взятому проекту.

Подобные условия могут быть созданы лишь при существовании некоей процедуры контроля за подготовкой и осуществлением всех субфедеральных и муниципальных эмиссий в строгом соответствии с ее целями и при наличии твердых гарантий своевременного возврата заемных средств. Для создания подобной процедуры требуется наличие постоянно действующей организации, наделенной

регулятивными и контрольными полномочиями в отношении рынка долговых обязательств нецентральных органов власти.

Основными целями подобной организации (условно назовем ее Советом по субфедеральным и муниципальным займам, далее - Совет) должны стать:

- создание условий для разработки эмиссий по индивидуальным планам, с учетом особенностей социально-экономических условий отдельных территориальных образований;

- обеспечение благоприятных условий заимствования для положительно зарекомендовавших себя заемщиков;

- предотвращение фактов недобросовестного отношения эмитентов к выполнению своих обязательств по займам;

- создание условий для дальнейшего развития технологической и информационной инфраструктуры рынка субфедеральных и муниципальных облигаций;

- обеспечение доступа всех заинтересованных лиц к максимальному объему информации об эмитенте и эмиссии;

- защита интересов инвесторов и участников эмиссионных проектов;

- обеспечение условий для минимизации затрат по проведению эмиссий мелких и средних заемщиков.

Для достижения вышеперечисленных целей работа Совета должна осуществляться по следующим направлениям:

1) Анализ воспроизводственных и социальных функций территориального образования, включающий в себя оценку текущих и прогнозных показателей, касающихся развития сферы материального производства, показателей уровня жизни населения, экологической ситуации, и т.д.

2) Анализ финансово-хозяйственной деятельности эмитента на основе документации, предоставляемой в объеме, определяемом Советом, включающий в себя:

- анализ бюджета территориального образования за текущий и предшествующие годы;

- анализ денежных потоков между бюджетом территориального образования и бюджетами вышестоящих уровней;

- анализ налоговой политики, структуры и динамики налоговых поступлений.

3) Рассмотрение проектов эмиссии:

- оценка рентабельности проектов, финансируемых за счет заемных средств;

- выявление соответствия между сроками и объемами денежных средств, поступающих от реализации займа, и средств, направляемых на инвестирование в проект, а также между аналогичными показателями в отношении денежных средств, поступающих в процессе эксплуатации профинансированного проекта, и средств, предназначенных для погашения задолженности по займу;

- оценка реальной стоимости и ликвидности обеспечения займа и определение степени надежности привлекаемых эмитентом гарантий третьих лиц (страховых компаний, доверительных управляющих, и т.д.);

- оценка возможности осуществления эмиссии с превышением показателей выпуска (объемов, сроков) над предельными показателями в случае удовлетворения параметров эмиссионного проекта предъявляемым им требованиям в части обеспечения займов, направления использования привлекаемых средств и надежности источников выплат;

- согласование с эмитентом и закрепление в проспекте эмиссии индивидуального для данной эмиссии порядка создания фонда погашения задолженности, формирующегося из конкретных источников доходов данного территориального образования.

4) Осуществление мероприятий по дальнейшему развитию технологической и информационной поддержки рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг:

- определение экономической целесообразности каждого из возможных путей развития вторичного рынка ценных бумаг (создание новой или расширение существующей, в частности, в Санкт-Петербурге, биржевой системы торговли, развитие андеррайтинговой сети, использование системы фондовых магазинов, или способа торговли через филиалы Сберегательного банка, и т.д.);

- создание единой системы требований к раскрытию информации о финансовом состоянии эмитентов ценных бумаг, обеспечение равноправного доступа к необходимой информации всех заинтересованных лиц (с помощью публикаций в специальных периодических изданиях, свободного доступа через Интернет, и т.д.);

- создание экспертами Совета или сторонними специалистами единой системы рейтинговой оценки эмитентов субфедеральных и муниципальных ценных бумаг;

- разработка единой системы экономических индикаторов, в ряде случаев выступающих в качестве базовых величин при расчете процентных ставок по долговым инструментам.

5) Рассмотрение возможностей снижения затрат на осуществление заимствований путем организации коллективных эмиссий заемщиков, нуждающихся в относительно небольших объемах заемных средств.

6) Определение возможности получения эмиссиями в индивидуальных случаях статуса гарантированных государством.

Возможно несколько альтернативных форм организации деятельности подобной структуры: создание саморегулируемой организации участников рынка субфедеральных ценных бумаг, возложение данного круга обязанностей на Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг или на отдельный департамент Министерства финансов, создание нового федерального органа или полугосударственной организации с исключительными полномочиями в отношении рынка ценных бумаг нецентральных органов власти.

По нашему мнению, выполнение вышеперечисленных функций саморегулируемой организацией на данном этапе развития рынка не будет

высокоэффективным, принимая во внимание, с одной стороны, добровольный принцип ее организации, а с другой стороны, ограниченный интерес профессиональных участников к данному сектору рынка ценных бумаг. Кроме того, на наш взгляд, в создании системы эффективного регулирования и контроля заинтересовано, в первую очередь, государство, поскольку, во-первых, по своей сути, рынок субфедеральных и муниципальных ценных бумаг представляет собой часть единой системы государственных и муниципальных финансов, а, во-вторых, история развития рынка ценных бумаг в России демонстрирует тесную взаимозависимость рынка государственных долговых обязательств и рынков ценных бумаг субъектов федерации и местных образований. Таким образом, наиболее эффективным способом регулирования рынка представляется именно государственное регулирование.

Во-первых, такая система позволит дифференцировать федеральные требования к параметрам эмиссии в зависимости от финансового положения заемщика, что невозможно предусмотреть в едином нормативном документе.

Во-вторых, государственный контроль за осуществлением эмиссионного процесса, производимый подобным образом, повысит надежность выпускаемых долговых инструментов, поскольку, с одной стороны, будет осуществляться комплексная оценка эмиссии, а с другой стороны, это позволит оправдать номинальный статус *государственных* ценных бумаг субъектов федерации: выполнение регулирующей и контрольной функций применительно к каждой осуществляемой эмиссии означает, по сути, предоставление инвесторам косвенных государственных гарантий надежности и ликвидности займов. Таким образом может быть решена одна из парадоксальных проблем. Ведь государство, закрепив за субфедеральными облигациями статус государственных ценных бумаг, до сих пор не решило вопрос о государственной ответственности за исполнение долговых обязательств своих территориальных образований.

На наш взгляд, было бы не совсем рационально возлагать подобные обязанности на ФКЦБ. Во-первых, по действующему законодательству полномочия Федеральной

комиссии в части проведения государственной политики в области рынка ценных бумаг не распространяются на процедуру эмиссии государственных и муниципальных долговых обязательств. Во-вторых, направление действий по укреплению рынка долговых обязательств нецентральных органов власти подразумевает в известном смысле сокращение потенциальных объемов данного сектора рынка ценных бумаг, и, стало быть, сообразуется с проведением политики понижения роли рынка ценных бумаг в системе финансовых рынков, что прямо противоположно основным направлениям деятельности ФКЦБ. Что же касается возложения регулирующей функции на департамент Министерства финансов, то данная мера, скорее всего, не будет популярна среди участников рынка, учитывая присутствие на протяжении последних лет некоторой напряженности в отношениях субфедеральных и муниципальных заемщиков и Минфина, являющегося одновременно как регулирующим органом в финансовой сфере, так и эмитентом государственных ценных бумаг, что дает основания говорить о существовании конкуренции в разделении рынка между Минфином и нецентральными органами власти.[133]

Таким образом, наиболее эффективным способом решения проблемы укрепления рынка ценных бумаг нецентральных органов власти “сверху” будет создание единого государственного органа, подотчетного федеральному правительству.

3.2. Индивидуальная работа эмитента по созданию ликвидного финансового продукта

Оценка потребностей эмитента

Одной из основных проблем функционирования современного рынка субфедеральных и муниципальных облигаций является существование высокой степени кредитного риска, возникающего вследствие несоразмерности величины долговых обязательств и финансовых возможностей эмитента. И если два-три года

[133] Макушкин А. Долговая игра региональных политиков. Муниципальные займы не обеспечивают

назад следствием этой несоразмерности становилась, как правило, неспособность эмитента ликвидировать задолженность перед владельцами облигаций по истечении срока их обращения, то в настоящее время момент проявления признаков кризисной ситуации должен наступать значительно раньше - еще до выхода эмитента на первичный рынок, когда возникают сложности с поиском андеррайтеров займа. Для того, чтобы заем был востребован, должно быть соблюдено первое, одно из важнейших, условие: эмитент, прежде чем принять предварительное решение о выпуске займа, должен четко аргументировать рациональность и эффективность данного метода привлечения финансовых ресурсов.

Поскольку потребность любого хозяйствующего субъекта в дополнительных денежных ресурсах является следствием недостаточности собственных средств для реализации того или иного действия, требующего материальных затрат, то определению эмитентами своих потребностей в заемных средствах предшествует объективный анализ состояния всех сфер самостоятельной финансово-хозяйственной деятельности, в частности, это может быть:

1) Анализ доходной и расходной части бюджета ⇒ Выявление временного или перманентного дефицита бюджета ⇒ Определение разовой или периодически возникающей потребности в краткосрочных (до 1 года) заемных средствах в пределах размера дефицита бюджета.

2) Анализ годового графика поступления средств в бюджет ⇒ Выявление наличия т.н. “кассовых разрывов” ⇒ Определение сезонной потребности в сверхкраткосрочных (в пределах нескольких месяцев) заемных средствах в пределах размера превышения текущих расходов над доходами.

3) Анализ реальной стоимости используемых альтернативных источников привлечения финансовых ресурсов (банковские кредиты и т.п.) ⇒ Возможное выявление завышения стоимости кредитования ⇒ Определение потребности в

инвестиционного подъема в российских областях. / “Независимая газета”, 1997, №53(1378), 25 марта, с.4.

заемных ресурсах разной срочности в пределах размера используемых кредитных ресурсов.

4) Анализ социальных проблем региона или муниципального образования ⇒ Выявление потребности в средствах, предназначенных для финансирования социальных программ.

5) Анализ плана индустриального развития ⇒ Выявление особо значимых для экономического развития территории проектов, определение прогнозных сроков реализации и окупаемости ⇒ Составление плана расходования средств и графика поступления платежей в результате будущей эксплуатации объектов ⇒ Определение доли заемных средств в общем объеме финансирования и предполагаемых сроков погашения задолженности.

В результате проведенного анализа эмитент должен, в первую очередь, четко определить объем своих потребностей в заемных ресурсах. Следует иметь в виду, что источником финансирования потребностей эмитента станет лишь некоторая доля средств, изымаемая из объема ресурсов, привлеченных в результате реализации эмиссионного проекта. Поэтому объем планируемой эмиссии будет превосходить объем потребностей эмитента на общую сумму разного рода издержек.

Выбор обеспечения займа.

Не менее важной, чем определение объемов будущей эмиссии, проблемой является определение совокупности активов, представляющих собой возможное обеспечение будущего займа. В качестве обеспечения займа могут выступать как активы, имеющиеся в распоряжении эмитента на момент подготовки эмиссии, так и активы, которые возникнут в будущем как результат финансово-хозяйственной деятельности, осуществляемой на заемные средства. Практика заимствований в 1992-2000 гг. показала, что закрепление совокупных доходов бюджета и всего имущества эмитента в качестве источника обеспечения займа, с одной стороны, ущемляет права населения данного территориального образования, а с другой стороны - не

предоставляет никаких гарантий на реализацию прав владельцев облигаций в случае объявления дефолта.

Поэтому, говоря об обеспечении займа, мы будем иметь в виду конкретные активы:

- закрепленные в качестве обеспечения займа статьи регионального или местного бюджета *(к подобного рода обеспечению также могут быть предъявлены упомянутые выше замечания, однако, только в том случае, если речь идет о займах, осуществляемых с целью покрытия дефицита бюджета или ликвидации кассовых разрывов. В случае же осуществления заимствований на "производительные" цели, утяжеление налоговой нагрузки на население будет выступать лишь в качестве авансовых выплат за те материальные преимущества, которые будут иметь место в будущем в результате эффективной работы объекта, финансируемого за счет средств займа);*

- будущие поступления от эксплуатации объектов, финансируемых за счет заемных средств в сочетании с прочими источниками, обеспечивающими текущие выплаты процентов по займу *(использование данного источника будет возможным лишь при наличии четко просчитанного технико-экономического обоснования проекта и, учитывая превалирующие длительные сроки окупаемости инвестиционных проектов, при условии долгосрочности займа);*

- средства, получаемые от реализации объектов собственности субъекта федерации или муниципального образования, в том числе - земельных участков (*при обязательном условии разработки обеспечения при тесном взаимодействии финансовых территориальных структур, со структурами, в ведении которых находятся вопросы земельных отношений, поскольку крайне важной проблемой является адекватная оценка земельных участков);*

- доходы, полученные от эксплуатации объектов государственной и муниципальной собственности (*в качестве таких объектов могут выступать: плата за муниципальные автостоянки, выручка от эксплуатации автозаправочных*

станций, и т.д. Следует, однако, иметь в виду, что объем подобных доходов ограничен);

- неденежные активы, позволяющие производить ликвидацию задолженности перед инвесторами путем не погашения займов, а конвертации облигаций в долевые финансовые инструменты. *В качестве таких активов могут выступать: а) акции приватизированных предприятий, находящиеся в собственности субъекта федерации или муниципального образования; б) акции предприятий, которые будут созданы в результате реализации финансируемого за счет займа инвестиционного проекта. Сложность использования данного вида активов в качестве обеспечения займа заключается в том, что на момент эмиссии облигаций они не имеют относительно четко определенной рыночной цены: первые - в силу слабой развитости рынка акций большинства производственных предприятий, вторые - ввиду отсутствия как самого инструмента конвертации, так и неопределенности будущего финансового состояния эмитента акций.*

Мы уже упоминали в предыдущей главе о том, что закрепление в проспекте эмиссии в качестве обеспечения займа определенных материальных активов не всегда является реальной гарантией осуществления выплат по займу. Поэтому вторым важным вопросом на данном этапе является создание действенного механизма реализации материальных активов в случае невозможности погашения задолженности иными способами. Решение данного вопроса представляется наиболее сложным, когда речь идет о материальных активах, не имеющих на момент размещения долговых обязательств рыночной цены.

Разработка организационных принципов эмиссионного проекта.

Поскольку основными целями реализации эмиссионных проектов являются, в первую очередь, обеспечение требуемых условий финансирования потребностей эмитента, снижение совокупных рисков для всех участников проекта, а также создание конкурентной среды при формировании группы участников эмиссионного

проекта, будет рациональным использование при построении макета будущего проекта эмиссии следующих организационных принципов:

Принцип четкого разграничения функций и обязанностей участников эмиссионного проекта.

Функции распределяются между участниками проекта примерно следующим образом:

1) Функции эмитента:

- информационное обеспечение эмиссионного проекта на этапе разработки его технико-экономического обоснования;

- рекламное обеспечение эмиссионного проекта на этапе его реализации;

- юридическое сопровождение процесса обеспечения займа активами с требуемыми объемами и качественным содержанием.

2) Функции генерального менеджера займа:

- организация и управление процессом размещения инструментов займа;

- управление расчетами между участниками эмиссионного проекта;

- управление ликвидностью займа за счет размещения средств резервного фонда на депозитах уполномоченных банков, проведения операций с активами, являющимися обеспечением займа; получения дополнительного дохода по остаткам на счетах в уполномоченных банках;

- организация рынка эмитируемых долговых обязательств;

- организация процесса погашения займа.

3) Функции независимых юридических советников по вопросам облигационного финансирования:

- независимая экспертиза документации;

- консультирование и отстаивание интересов инициаторов эмиссионного проекта и инвесторов.

4) Функции уполномоченных участников эмиссионного проекта:

- страхование части проектного риска, связанного с возможной переоценкой стоимости активов, являющихся обеспечением займа;

- проведение расчетных операций по обслуживанию займа;

- исполнение условий депозитных договоров и условий начисления процентов по остаткам на счетах.

Принцип организационной открытости проекта.

Данный принцип предполагает возможность свободного подключения к проекту на этапах эмиссии и обслуживания займа новых участников. Данный принцип направлен на обеспечение более высокого уровня ликвидности и доходности займа за счет возможной конкуренции участников проекта.

Принцип соответствия получаемых выгод от участия в проекте и принимаемой на себя доли риска по этому проекту.

Одной из основных составляющих риска проекта, весь объем которого до подключения к проекту первых участников лежит на эмитенте, является вероятная ошибка в оценке будущей стоимости активов, являющихся обеспечением займа. В связи с этим получение выгод от участия в проекте должно напрямую зависеть от той доли ответственности по погашению займа при наступлении форс-мажорных обстоятельств, которая принята каждым отдельно взятым участником проекта. Данный принцип может быть реализован перечислением части средств, привлеченных в процессе размещения облигаций, в качестве залога участникам проекта.

Принцип информационной открытости проекта.

Принцип предполагает обеспечение активного информирования действительных и потенциальных участников проекта о рыночной конъюнктуре активов, являющихся обеспечением займа, и соответствии реального графика денежных поступлений планируемому. Принцип может быть реализован обязательствами эмитента или генерального менеджера публиковать в доступных любому заинтересованному лицу информационных источниках данные о ходе реализации эмиссионного проекта.

Принцип косвенного стимулирования.

Принцип предполагает поиск дополнительных стимулов для участников проекта по увеличению ими доли принимаемого на себя риска. В качестве таких стимулов могут применяться: хранение на депозитных счетах банков - участников проекта - средств резервного фонда, открытие в уполномоченных банках расчетных счетов, на которых размещаются оборотные средства, используемые в рамках проекта.

Принцип синдикативного управления.

Принцип предполагает проведение политики, направленной на обеспечение условий равенства возможностей и стимулирования наиболее активных участников проекта.

Позиционирование инструмента займа и оценка емкости рынка.

Основным ограничением для размещения инструмента займа в удаленных от регионального центра (или собственно города-эмитента, если речь идет о муниципальном займе) регионах является общая слабая развитость коммуникационного сервиса и депозитарных услуг в России. Кроме того, поскольку рассматриваемый сегмент рынка ценных бумаг недостаточно развит, а сами инструменты пользуются в относительной степени доверием лишь на территории

данного региона, можно предположить (и это подтверждает практика), что маловероятным является ощутимый успех любого эмиссионного проекта на начальном этапе его реализации в прочих регионах. Поэтому, если рассматривать финансовый рынок региона-заемщика (или региона, в котором расположено более мелкое территориальное образование, являющееся заемщиком) в качестве замкнутого рыночного пространства, то первоначальным этапом в определении количественных характеристик займа можно считать предварительный расчет потенциально достижимой для данного долгового инструмента доли рынка. Для этого необходимо:

1) Выделить из общей совокупности финансовых инструментов, обращающихся на региональном рынке, конкурирующие инструменты по рассматриваемому эмиссионному проекту (в качестве таких инструментов могут выступать государственные долговые обязательства, банковские финансовые инструменты, корпоративные акции и облигации, возможно - обращающиеся на рынке облигации субъектов федерации и местных органов власти). Конкуренцией со стороны инструментов, имеющих незначительную капитализацию, можно пренебречь.

2) Выявить из совокупности конкурирующих инструментов доминирующий в части объемов привлеченных ресурсов и на основе динамики доходности данного инструмента установить пределы его доходности на планируемый для размещения эмиссии период.

3) Определить пределы потенциально достижимой величины предложения инвестиционных ресурсов.

4) Определить емкость невостребованной неконкурентной ниши, которая может быть захвачена разрабатываемым инструментом при условии превышения его доходности над доходностью основного конкурирующего инструмента.

Данным выводом можно было бы ограничиться при анализе инвестиционного потенциала проектируемых облигаций, если бы основной интерес не представлял объем средств, который может быть потенциально привлечен на условиях худших по доходности в сравнении с конкурирующим инструментом.

Для оценки этого объема средств может быть использовано допущение о схожести алгоритмов принятия решений и мотивационных моделей потенциальных инвесторов, действующих на фондовом рынке и на рынке банковских депозитов. В качестве варианта мотивационной модели инвестора может быть, например, рассмотрено распределение объема заемных средств по условиям их привлечения (процентной ставке), построенное по текущим статистическим данным о работе региональных коммерческих банков и финансовых компаний. Если перед эмитентом стоит задача привлечь заемные ресурсы под ставку доходности, на $\Delta d\%$ превышающую доходность конкурирующего инструмента ($d_{к.и.}$, %), то при анализе зависимости изменения объемов привлекаемых средств от понижения или повышения процентной ставки может быть определено, что при разнице доходности в $\Delta d\%$ объемы инвестиций разнятся в N раз.

Не принимая во внимание темпы инфляции и соответствующий рост денежной массы, будем полагать, что база заемного капитала не изменится существенным образом к началу размещения наших долговых обязательств. В этом случае рынок разделится между долговыми обязательствами и конкурентным инструментом в отношении, определяемом следующей системой уравнений:

$$\begin{cases} M_{д.о.} + M_{к.и.} = V \\ M_{д.о.} / M_{к.и.} = N \end{cases}$$, где

$M_{д.о.}$ - потенциальная глубина сегмента разрабатываемых долговых обязательств, “отвоеванного” на рынке конкурирующего инструмента,

$M_{к.и.}$ - глубина уменьшенного сегмента конкурирующего инструмента,

V - объем заемного капитала на рынке конкурирующего инструмента в текущем периоде.

Из данного уравнения может быть получено искомое значение емкости разрабатываемого долгового инструмента. Следует также учитывать, что емкость данной рыночной ниши может быть увеличена за счет возможного проникновения нашего инструмента в рыночные ниши прочих финансовых инструментов, обращающихся на региональном рынке.

Анализ инвестиционной активности отдельных групп инвесторов на рынке ценных бумаг.

Успех размещения займа во многом определяется инвестиционной активностью физических и юридических лиц на фондовом рынке и рынке муниципальных ценных бумаг, в частности. Инвестиционная же активность различных категорий потенциальных инвесторов может быть спрогнозирована только на основе известных величин основных параметров финансового рынка.

Таким образом, корректный прогноз на основе макроэкономических моделей изменения значений индикаторов финансового рынка на максимальный период времени является необходимым условием построения адекватных моделей поведения эмитента при осуществлении эмиссии и Генерального менеджера - при управлении займом.

Из всего множества возможных сценариев развития макроэкономической ситуации в стране обычно выделяют три основных: “оздоровление”, стагнация и ухудшение. Каждый из сценариев сопровождается определенными изменениями в абсолютных величинах большинства макроэкономических показателей и их соотношении друг с другом. В зависимости от стратегии эмитента и выбранной конструкции займа каждый из перечисленных сценариев может представлять оптимальную ситуацию для начала активной деятельности эмитента. Существует значительное число математических и статистических методов, позволяющих

спрогнозировать на основе количественного анализа будущую макроэкономическую ситуацию (эконометрические, балансовые, трендовые модели, и т.д.).

Самым сложным моментом на этапе определения соответствия избранной эмитентом стратегии внешним экономическим условиям является определение ожиданий потенциальных инвесторов, которые формируются под воздействием совокупности информационных потоков. Среди источников информации, так или иначе оказывающих воздействие на формирование этих ожиданий, могут быть:

- официальные прогнозы Министерства финансов, Центрального Банка, и прочих официальных инстанций;

- результаты независимых исследований консалтинговых фирм и аналитических отделов компаний - профессиональных участников рынка ценных бумаг;

- субъективные оценки самого инвестора, основанные на обобщении поступающей информации.

Следует иметь в виду, что на собственные оценки инвестора (в особенности, если речь идет об индивидуальном инвесторе) определяющее влияние могут оказывать не только объективные факторы (информация о темпах инфляции, росте объемов производства, динамике курсов ценных бумаг), но и субъективные (политические события, ожидания некоторых изменений, слухи, и т.д.). Последняя группа факторов, называемых в научной литературе talk-факторами, формируется на основе данных, почерпнутых из различного рода аналитических статей, телевизионных выступлений, слухов, и т.д.[134] Можно предположить, что количество и степень воздействия на общественное сознание отдельных talk-факторов будет тем сильнее, чем более замкнутой будет среда их распространения. В нашем случае речь идет о достаточно замкнутом экономическом пространстве - областном или городском финансовом рынке. Сложность измерения степени воздействия данных факторов на формирование субъективного мнения инвесторов о целесообразности и

[134] Столяров Л., Столярова Е. Ситуационный Evidence-анализ в интересах портфельного инвестора. / “Рынок ценных бумаг”, 2000, №11(170), с.69.

своевременности финансовых вложений состоит в невозможности использования для этих целей традиционных методов количественного анализа. В связи с этим возрастает важность использования нетрадиционных методов анализа, основанных, в частности, на логике обобщения качественной субъективной информации (так называемый ситуационный Evidence-анализ), а также вербального анализа.[135]

Полученные в результате анализа приблизительные данные об ожиданиях инвесторов должны быть интерпретированы таким образом, чтобы эмитент мог иметь представление о примерном составе круга инвесторов, потенциально заинтересованных в покупке долговых обязательств региона или муниципалитета, и их целях. Для эмитента, которому предстоит выбрать инструмент, наделенный конкретным набором свойств, привлекающих определенный круг инвесторов, важно знать:

- какова существующая (или существовавшая ранее) структура распределения ценных бумаг эмитента между отдельными группами инвесторов (в случае, если эмитент осуществляет заимствования не в первый раз);

- каковы потенциальные объемы свободных денежных ресурсов отдельных групп инвесторов, существуют ли возможности высвобождения части средств этих групп инвесторов путем ликвидации позиций на рынках прочих финансовых инструментов;

- в какой степени активность отдельных групп инвесторов подвержена временным циклическим колебаниям, каков характер этих колебаний;

- какова степень доверия инвесторов к региональным или местным властям, существуют ли способы повышения степени доверия;

- какие цели могут преследовать инвесторы, вкладывая свои средства в ценные бумаги данного эмитента;

---

[135] Ларичев О.И., Браун Р. Количественный и вербальный анализ решений: сравнительное исследование возможностей и ограничений. / “Экономика и математические методы”, 1998, т.34, вып.4, с.97-107.

- какими методами участники инвестиционного проекта планируют собирать и систематизировать информацию об инвестиционных предпочтениях групп инвесторов.

Одной из особенностей современного рынка субфедеральных и муниципальных займов является присутствие ограниченного спроса на долговые инструменты лишь со стороны крупных инвесторов, тогда как именно данный сегмент рынка ценных бумаг имеет потенциальную возможность стать эффективным механизмом привлечения денежных ресурсов населения.

Процесс накопления свободных денежных ресурсов населения в последние годы достаточно слабо поддается контролю, в данных, приводимых как исследователями, так и официальными инстанциями, присутствуют значительные расхождения. В общем виде процесс накопления характеризуется следующими особенностями:

- высокая степень дифференциации регионов по объемам сбережений населения в связи с различиями в степени его экономической обеспеченности (от депрессивных регионов: Рязанской, Ульяновской, Томской областей - с долей домашних хозяйств за чертой бедности более 40% от общего их количества, до обеспеченных: Москвы, Санкт-Петербурга - со среднемесячными доходами домашних хозяйств, в 5,5 раза превышающими общефедеральный уровень[136]);

- в типологии моделей сберегательного накопления преобладает ориентация на текущее и будущее потребление, доля граждан, осуществляющих вложения в ценные бумаги, крайне низка (по итогам различных опросов, произведенных в 1996-1998 гг., она составляла от 4,8 до 11%[137], хотя эти цифры выглядят более обнадеживающе, чем результаты опроса, проведенного в 1995 г. - тогда лишь 1% опрошенных выражал готовность вкладывать средства в ценные бумаги[138]);

---

[136] Римашевская Н.М. Сбережения населения и внутренние источники экономического роста в России: результаты экспериментальных исследований./ “Экономика и математические методы”, 1998, т.34, вып.3, с.5-17.

[137] Там же, а также см.: Соколинский В.М. Психологические основы экономики. -М.: “ЮНИТИ”, 1999, с.67.

[138] Ананов С.К. Год спустя: частные вкладчики после краха финансовых пирамид. / “Вопросы социологии”, 1998, вып.8, с.66.

- высокая доля накоплений в форме долларовой наличности (по данным опроса Института социально-экономических исследований населения РАН, в конце 1996 г. эта величина составляла около 23 млрд. USD[139], по данным, приводимым В.Д.Андриановым, она в 1999 г была равна 60-70 млрд. USD[140], М.К.Бункина и В.А.Семенов приводят цифру 40-80 млрд. USD на начало 1998г.[141]);

- практически единственной альтернативой хранению сбережений в наличной форме являются вклады в Сберегательном Банке РФ (по данным опроса ВЦИОМ в конце 1998 г. - до 42,5% опрошенных респондентов имели вклады в Сбербанке[142]);

- значительная доля сбережений населения переведена на банковские счета за рубеж (по данным, приводимым Н.М.Римашевской, она составляла в конце 1996 г. около 20% от общего объема сбережений[143]).

Значительные объемы сбережений населения, таким образом, не вовлечены в процесс воспроизводства. Низкая доля ценных бумаг в общем объеме накоплений населения связана как с общим комплексом макроэкономических и политических проблем, вызвавшим кризис доверия граждан ко всем группам участников финансового рынка, так и со специфическими проблемами психологии фондового рынка. Исследования российских социологов показали, что негативное отношение граждан к вложениям в ценные бумаги связано с существованием трех основных психологических барьеров:

- пессимистическим представлением о рынке ценных бумаг: респонденты убеждены, что в ситуации экономического спада нельзя ждать эффективной отдачи от вложений в ценные бумаги;

- страхом материального проигрыша в результате мошенничества;

---

[139] Римашевская Н.М. Указ. соч.
[140] Андрианов В.Д. Россия. Экономический и инвестиционный потенциал. -М.: “Экономика”, 1999, с.152.
[141] Бункина М.К., Семенов В.А. Экономика и психология. Учебное пособие. -М.: Изд-во “Дело и Сервис”, 1998, с.119.
[142] Яковлев А. Отношение частных вкладчиков к различным формам и способам сбережений. / “Вопросы экономики”, 1998, №12, с.47.
[143] Римашевская Н.М. Указ. соч.

- парадоксальной подсознательной боязнью получения доходов по ценным бумагам в связи с тем, что получение “незаработанных” денег ассоциируется с тунеядством.[144]

Однако, последние исследования специалистов, работающих с активным, в инвестиционном смысле, населением, выявили наличие парадоксальной ситуации: в 1998-2000 гг. наблюдается расширение участия физических лиц в рискованных операциях на фондовом рынке. Речь идет в основном о корпоративных акциях: согласно официальным данным ММВБ и Московского фондового центра (МФЦ), примерно 3% оборота биржи обеспечивается клиентами МФЦ, и около 8% всего объема сделок на ММВБ обеспечивают физические лица.[145] Таким образом, можно говорить о том, что средства населения, обращающиеся на финансовом рынке, непропорционально распределены между консервативными вкладами в Сберегательном Банке и краткосрочными рискованными вложениями в корпоративные ценные бумаги.

Тем не менее, сбережения населения вполне могли бы быть более активно вовлечены в процесс воспроизводства капитала посредством ценных бумаг. Есть ряд объективных предпосылок к тому, чтобы именно субфедеральные и муниципальные облигации стали привлекательным объектом для частных вложений:

Во-первых, анализ связи экономической самостоятельности населения России с его ментальностью позволяет прогнозировать потенциальную ориентацию частных лиц к вложению свободных денежных средств не в долевые, а в долговые ценные бумаги.[146]

Во-вторых, результаты социологического опроса, производившегося в августе 1998 г. в нескольких российских регионах, четко выявили более высокую степень

---

[144] Алавидзе Т.Л., Антонюк Е.В., Гозман Л.Я. Фондовый рынок: генезис образа и экономическое поведение. / “Вопросы социологии”, 1998, вып.8., с.55-65.
[145] Ячник О. Перспективы развития муниципальных “сберегательных” займов для населения. / “Рынок ценных бумаг”, 2000, №14(173), с.96.
[146] Миркин Я.М. Традиционные ценности населения и фондовый рынок. / “Рынок ценных бумаг”, 2000, №7, с.36.

доверия населения к региональным и местным властям по сравнению с федеральным Правительством. По мнению граждан, региональные власти прилагают больше усилий для подъема экономики региона.[147]

В-третьих, вложения в ценные бумаги региональных и местных властей имеют, помимо экономической, идеологическую мотивацию - инвестирование в данные ценные бумаги позволяет не только извлечь материальный доход, но и почувствовать сопричастность к улучшению социально-экономического состояния региона.

Выбор характеристик займа с учетом мотивации эмитента и предпочтений потенциальных инвесторов

Выбор характеристик инструмента займа - многокритериальная задача, целью решения которой является оптимизация соотношения кажущихся на первый взгляд противоречивыми целей эмитента и инвесторов. Решение этой задачи позволит обеспечить привлечение максимально возможного объема денежных средств при минимальном уровне риска эмитента и инвесторов.

Существует достаточно большое количество возможных вариантов характеристик инструмента привлечения денежных средств, каждый из которых учитывает потенциальную заинтересованность эмитента или инвестора в достижении определенной цели. Поскольку в целом основной целью инвестора является гарантированное приращение вложенного капитала, то основными факторами повышения инвестиционного спроса на ценные бумаги эмитента являются повышение надежности облигаций и повышение их доходности. Основной целью эмитента при этом является снижение его собственного риска при выпуске облигаций. Можно выделить следующие основные классификации облигаций в рамках достижения их максимальной инвестиционной привлекательности для инвестора и возможного снижения совокупного риска для эмитента:

I. Цель: повышение инвестиционного спроса

[147] ДеБарделебен Д. Отношение к власти в регионах России. / “Социологические исследования”, 2000, №6, с.88-

I.I. По способу повышения надежности облигаций:

А. Закладные облигации:

По способу обеспечения залога:

1.1.Под залог высоколиквидных активов.

1.2. Под залог имущества.

1.3. Под залог будущих налоговых поступлений.

1.4.Под залог будущих поступлений от хозяйственной деятельности.

По степени залога:

2.1.Первозакладные.

2.2.Перезакладные.

Б. Облигации с гарантией:

По способу гарантийного обеспечения

3.1.Облигации с гарантией государства.

3.2.Облигации с гарантией субъектов федерации и местных органов власти.

3.3.Облигации с внешними гарантиями.

3.4.Облигации застрахованных эмиссий.

I.II. По способу повышения доходности облигаций:

В. Облигации, выпускаемые с параллельным созданием системы выигрышей.

Г. Облигации, выпускаемые с параллельным созданием системы поощрения:

По способу поощрения

4.1. Облигации с правом покупки товаров по льготным ценам.

Д. Облигации с возможностью изменения сроков погашения:

По способу досрочного погашения

5.1. Облигации, с возможностью изменения сроков погашения путем проведения лотереи или погашения сериями (с правом принудительного погашения или возможностью отказа от погашения).

5.2. Облигации с правом на конвертацию в обыкновенные акции, опцион или товар (в любое время или по установленному графику).

По способу изменения сроков обращения:

6.1. Облигации с правом на досрочное погашение (сужаемые).

6.2. Облигации с правом на продление обращения (расширяемые).

Е. Облигации с возможностью выбора формы дохода.

II. Цель: снижение риска эмитента.

II.I. По способу увеличения сроков облигаций:

7.1. Облигации, погашаемые с передачей опциона.

7.2. Облигации, погашаемые с реализацией варранта.

7.3. Долгосрочные купонные облигации, разделенные на дисконтные облигации с укороченными сроками обращения (т.н. “стрипы”).

II.II. По способу досрочного принудительного погашения:

По способу расчетов с инвестором:

8.1. Облигации с правом отзыва с погашением.

8.2. Облигации с правом отзыва со скупкой без погашения.

По способу управления сроками обращения

9.1. С отзывом облигаций по сериям.

9.2. Облигации с переменным сроком отзыва.

9.3. Облигации с отзывом по принципу лотерей.

По способу обеспечения отзыва

10.1. Облигации с формирующимся выкупным доходом.

10.2. Облигации с формирующимся отложенным фондом.

По способу оценки цены отзыва

11.1. Шкала цен в зависимости от срока.

11.2. Отзыв по рыночному курсу.

Подобная классификация облигаций по классифицирующим признакам может при определенной трансформации быть представлена как классификация целей эмиссии. Для ограничения количества возможных вариантов долговых обязательств эмитент может использовать следующую последовательность операций:

- “отсечение” вариантов с учетом имеющихся ограничений и целесообразности реализации в современных условиях;

- формирование подмножества вариантов, минимизирующих накладные расходы;

- упорядочение вариантов в соответствии с целями эмитента.

Мотивация эмитента, таким образом, формирует “портрет” будущего финансового инструмента. Если эмитент при разработке инструмента займа определяет в качестве стратегической цели займа мобилизацию средств для реализации региональных или местных инвестиционных программ, а в качестве тактических целей - завоевание доверия инвесторов и создание благоприятного психологического фона для размещения последующих эмиссий, то может быть выбран следующий набор классификационных признаков, приведенный в таблице 16.

Таблица 16. ***Мотивация эмитента при выборе характеристик займа***

Классифицирующий признак	Мотивация
1. Эмиссия под залог высоколиквидных активов	Обеспечение повышенной надежности и ликвидности займа
2. Эмиссия под залог будущих поступлений от хозяйственной деятельности	Расширение возможностей повышения надежности займа
3. Первозакладные облигации	На отечественном финансовом рынке практически отсутствует опыт работы с перезакладными активами
4. Облигации с гарантией властей данного территориального образования	Обязательное свойство инструмента
5. Распределение выигрышей путем организации лотереи	Привычная форма поощрения инвесторов, в пределах допустимой нагрузки для эмиссионного проекта
6. Отзыв облигаций через скупку	1. Дополнительная возможность для инвестора сократить срок владения облигацией. 2. Открывает дополнительные источники дохода Генерального

	менеджера при последующей продаже отозванных инструментов.
7. Отзыв с погашением	Уменьшает риск инвестора при снижении процентных ставок
8. Отзыв по принципу лотереи	Наиболее безболезненный для инвесторов с психологической точки зрения вариант отзыва долговых обязательств
9. Возможность конвертации в высоколиквидные активы	Дополнительный стимул для инвестора.

Немаловажным вопросом является также выбор формы долговых инструментов. В данном случае огромную роль играют предпочтения инвесторов, на которых рассчитана эмиссия. Наиболее эффективным способом определения предпочтений отдельных групп инвесторов, на наш взгляд, является репрезентативный социологический опрос. Так, например, анализ предпочтений инвесторов, проведенный в I квартале 1998 г. среди граждан и представителей институциональных инвесторов (коммерческих банков, инвестиционных и страховых компаний, управляющих компаний ПИФов), выявили следующие предпочтения в выборе формы и вида облигаций:

Население предпочитает ценные бумаги в документарной форме (данную форму предпочло в 2,2 раза больше опрошенных, чем тех, кто выбрал бездокументарную форму), при этом более 65% опрошенных отдают предпочтение купонным облигациям с выплатой дохода 2 или 4 раза в году. Для физических лиц важной характеристикой облигаций является и номинал облигаций - наиболее предпочтительным является номинал 100 и 250 рублей.[148]

Предпочтения представителей юридических лиц представлены в таблице 17.

Таблица 17

Распределение предпочтений юридических лиц

Форма облигаций	Вид облигаций	Доля лиц, %
Бездокументарные	Бескупонные	49,3
	Не имеет значения	5
	Купонные с переменным доходом	7
На предъявителя	Бескупонные	4,2

[148] Браверман А., Майоров И., Люкманов В. Параметры муниципальных облигаций: предпочтения инвесторов. / “Рынок ценных бумаг”, 1998, №15(126), с.27-30.

	Купонные с постоянным купоном	6,4
Документарные именные	Купонные с постоянным доходом	4,5
Прочие		11,6

Источник: Браверман А., Майоров И., Люкманов В. Параметры муниципальных облигаций: предпочтения инвесторов. / “Рынок ценных бумаг”, 1998, №15(126), с.27-30.

Чрезвычайно важным моментом при выборе характеристик займа является определение ставки дохода. В условиях экономической нестабильности фиксированная ставка может быть использована лишь при выпуске сверхкраткосрочных инструментов. В остальных случаях целесообразно использование гибкой ставки дохода, учитывающей изменения финансового рынка за время обращения долговых обязательств. Можно выделить три основных класса индикаторов финансового рынка, относительно которых может быть рассчитана доходность долговых обязательств:

- индикаторы государственного сектора финансового рынка, управляемые Центральным Банком, Министерством финансов, и т.д. (например, ставка рефинансирования,доходность государственных долговых обязательств, стоимость внешнего государственного долга, и т.п.);

- индикаторы самоорганизующегося финансового рынка, значения которых зависят от складывающейся конъюнктуры в результате действий свободно конкурирующих субъектов финансового рынка;

- индикаторы, производные от первой и второй групп индикаторов.

Очевидно, что определенный круг инвесторов не может надеяться на адекватность поведения первой группы индикаторов складывающемуся состоянию финансового рынка и будет рассматривать ориентацию на индикаторы государственного сектора как слишком рискованную.

Вторая группа индикаторов наиболее адекватно отображает состояние финансового рынка, хотя, при этом она в наибольшей степени спекулятивна из-за сильной подверженности влиянию финансово-промышленных групп.

Ориентация на использование индикаторов третьей группы является наилучшим выходом из создавшегося положения, поскольку именно расчет синтетического показателя учитывает не только изменение состояния самоорганизующегося финансового рынка, но и реакцию государственных органов, выполняющих регулятивные функции, на данное изменение. В качестве такого индикатора может выступать индекс инфляции[149], или группа индексов, учитывающих как динамику макроэкономических показателей (объем и темпы прироста денежной массы, объем ВВП и выпущенной промышленной продукции, индекс роста потребительских цен, изменение обменного курса рубля по отношению к основным конвертируемым валютам, изменение ставки рефинансирования, и т.д.), так и изменение конъюнктуры рынка, происходящее под воздействием отдельных групп участников рыночных отношений (темпы изменения доходности на вторичном рынке государственных долговых обязательств, показатели, характеризующие спрос и предложение на рынке ссудных капиталов, и т.д.). Ввиду отсутствия единой методики расчета подобных индексов, весьма целесообразным представляется разработка регулирующими органами единой системы показателей для оценки изменения рыночной конъюнктуры. Источниками статистической информации, необходимой для расчета, могут служить официальные данные Центрального Банка, Министерства финансов, Государственного комитета РФ по статистике, и т.д. Вполне вероятно, что полезным для инвесторов будет дополнительный расчет поправочных коэффициентов для данной системы индикаторов, рассчитанных с учетом особенностей социально-экономического развития отдельных территорий.

Заметим, что в качестве базовых ставок (или, как их иначе называют, ставок-ориентиров) в зарубежных странах традиционно используют индикаторы

---

[149] Выпуск облигаций, доходность которых привязана к индексу инфляции, практикуется и в США. Первый выпуск таких облигаций был осуществлен в январе 1997 г. Казначейством США (U.S. Treasury Inflation-Protected Securities - TIPS), со сроком обращения 10 лет. Позднее подобные инструменты стали эмитировать и муниципалитеты. Впервые такие облигации, скорректированные на индекс потребительских цен, предложил муниципалитет г.Орландо. По оценкам многих специалистов, в США ожидается рост числа аналогичных

финансового рынка.[150] Однако, ограниченность интереса к муниципальным ценным бумагам заставляет рассматривать выбор ставки-ориентира, в первую очередь, как элемент, повышающий привлекательность долговых обязательств для определенного круга инвесторов. В частности, если речь идет о привлечении средств физических лиц, то инвестиции в ценные бумаги могут рассматриваться как альтернатива текущему потреблению, осуществляемому главным образом на товарных рынках. В связи с этим вполне резонной представляется увязка показателей доходности облигаций с индикаторами товарного рынка, и в первую очередь - с индексами потребительских цен.

Разработка системы управления рисками, связанными с выпуском, размещением и погашением займа

Как мы отмечали в п.3.1., существует значительное число финансовых рисков эмитентов и инвесторов, связанных с выпуском, обращением и погашением ценных бумаг, эмитированных нецентральными органами власти. Несмотря на различия в причинах возникновения отдельных видов рисков, последствия их в большинстве случаев проявляются одинаково: реализация финансовых рисков эмитента приводит к превышению затрат на осуществление займа над соответствующими денежными поступлениями, что ведет к возникновению убытков. Реализация рисков инвестора в конечном счете ведет к недополучению им запланированных доходов или к возникновению убытков, как и в случае с эмитентом. В отдельных случаях одни и те же факторы действуют на изменение уровней рисков эмитента и инвестора в разных направлениях (как, например, в случае с изменением процентной ставки или валютного курса), однако, в условиях относительного рыночного равновесия спрогнозировать направление воздействия данных факторов на риски противоположных сторон в будущем периоде можно лишь гипотетически. Другие же

эмиссий, осуществляемых муниципальными заемщиками. (см.: Михайлов Д.М. Современные долговые и производные финансовые инструменты мирового рынка ссудных капиталов. - М.: ФА, 1998, с.248-249).

[150] Маршалл Д.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1998, с .443.

виды ассиметричных рисков (например, риск отзыва облигаций) определяются эмитентом еще на стадии разработки финансового инструмента, что, при нормальном уровне управления займом, изначально предполагает планирование соответствующей компенсации за риск.

Таким образом, основной задачей при разработке мер по повышению надежности займа является создание комплекса мер по минимизации совокупных кредитных и рыночных рисков эмитента и инвестора, которые возникают параллельно у обеих сторон под воздействием одних и тех же причин. Такими причинами могут быть: возникновение незапланированных расходов у эмитента, снижение по сравнению с запланированным фактического уровня рентабельности финансируемых за счет займа инвестиционных проектов, проведение эмитентом или генеральным менеджером займа рискованной политики управления финансовыми средствами, и т.д.

Основными способами снижения подобных рисков и повышения надежности эмитируемых инструментов, по нашему мнению, являются:

1) Разработка особых характеристик займа, повышающих его надежность.

2) Принятие на себя кредитных рисков третьей стороной.

Что касается первой группы мер, то о большинстве из них мы уже упоминали в предыдущих пунктах данной главы. “Облик” займа, повышающий его привлекательность в глазах инвестора, зачастую складывается из разумного сочетания степени доходности, сопоставимой с рыночным аналогом, и определенного набора защитительных характеристик (см. таблицу 16). Не упоминали мы лишь о специфических способах понижения рисков, основывающихся на выпуске ценных бумаг, производных от муниципальных облигаций. В этой связи следует упомянуть купонный стриппинг.

Термин “стрип” означает раздельное обращение именных процентов по облигациям и их основных сумм. Соответственно “стриппинг” - это процесс

отделения непогашенных купонов от номинала облигации.[151] Использование стрипов, таким образом, понижает кредитные риски инвесторов за счет сокращения сроков обращения облигации, и дает возможность инвесторам сформировать поток платежей наиболее подходящим для них образом. В то же время для эмитента использование стрипов позволяет повысить привлекательность низколиквидных долгосрочных облигаций, создать на их базе сектор краткосрочных финансовых инструментов без увеличения при этом общей суммы долга.

К сожалению, использование подобных инструментов субфедеральными и муниципальными заемщиками пока невозможно по ряду объективных причин (за исключением, быть может, Санкт-Петербурга, создавшего ликвидный, и, в основном спекулятивный, рынок собственных облигаций). Практика показывает, что создание любых производных финансовых инструментов становится возможным лишь при наличии развитого и относительно ликвидного рынка базовых инструментов (в нашем случае - это рынок субфедеральных и муниципальных облигаций). Российский рынок, на наш взгляд, пока не готов к появлению подобных инструментов ни с экономической, ни с законодательной точки зрения, ни с точки зрения степени развития культуры инвестирования.

Вторая группа мер может быть реализована путем вовлечения в процесс реализации проекта займа третьей стороны, в качестве которой может выступать инвестиционная или страховая компания.

Деятельность инвестиционной компании по обеспечению надежности займа может носить как прямой (путем гарантирования эмиссии), так и косвенный (выпуск производных инструментов) характер.

Прямое гарантирование может производиться путем выпуска инвестиционной компанией или банком гарантийного письма по данному займу, что позволяет инвесторам обратиться к компании-гаранту, взявшему на себя обязательство выкупить облигацию в случае, если она не может быть продана в соответствии с

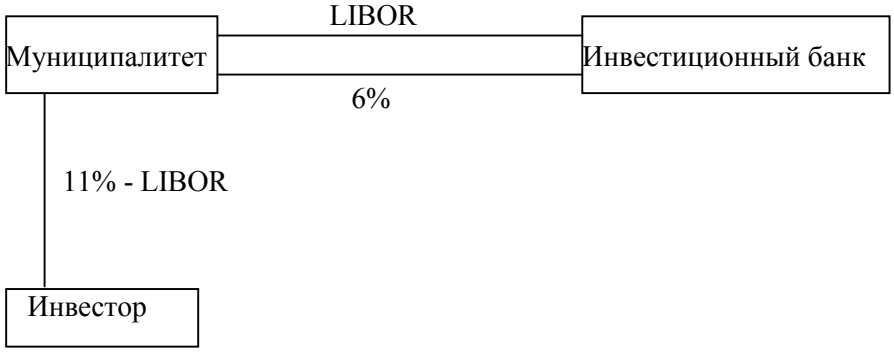
[151] Кузнецов М., Овчинников А. Время российских стрипов. / “Рынок ценных бумаг”, 1999, №7(142), с.59.

существующими рыночными процентными ставками.[152] Подобный механизм может быть применен, разумеется, лишь с привлечением крупнейших инвестиционных компаний или банков, что, в свою очередь, накладывает существенные ограничения на перечень ценных бумаг, выпуск и обращение которых может сопровождаться столь мощной поддержкой финансового института.

В зарубежной практике встречается и иной способ снижения рисков эмитентов и инвесторов с помощью инвестиционной компании - выпуск на базе муниципальных облигаций ценных бумаг с плавающей ставкой - флоатеров, и обратных облигаций с плавающей ставкой -обратных флоатеров.

На Рисунке 1 изображена схема создания обратного флоатера. В нашем примере инвестиционная компания гарантирует размещение на рынке долгосрочных муниципальных облигаций с фиксированной ставкой и одновременно вступает в сделку свопа процентных ставок. Муниципалитет планирует осуществить эмиссию в размере 100 млн. долл. с фиксированной ставкой на срок 20 лет. Инвестиционная компания проводит одновременно две сделки. Во-первых, она осуществляет эмиссию облигаций на сумму 100 млн. долл. со сроком 20 лет, в которых купонная ставка определяется по следующим правилам: в годы с 1 по 5 инвестиционная компания выплачивает по облигациям (11% - LIBOR), а в годы с 6 по 10 - 5%. Во-вторых, инвестиционная компания вступает в сделку процентного свопа, в которой муниципалитет выплачивает инвестиционной компании ставку LIBOR, и получает в обмен 6%. В результате комбинации двух сделок муниципалитет осуществляет эмиссию облигаций с фиксированной доходностью 5%, а инвестор приобретает инструмент с плавающей процентной ставкой, который по его желанию может быть конвертирован в облигацию с фиксированным процентом.

Рисунок 1



Сложность и рискованность для инвестиционных компаний упомянутых инструментов позволяет усомниться в том, что они смогут занять определенную нишу на рынке субфедеральных и муниципальных займов. К данным инструментам вполне можно отнести и замечания, отнесенные к рассмотренным выше стрипам.

[152] Страхование - способ увеличить ликвидность муниципальных облигаций. Интервью с Р.Серафини. / “Рынок ценных бумаг”, 1998, №4(115), с.25.

Наиболее действенным способом повышения надежности субфедеральных и муниципальных займов является, на наш взгляд, страхование кредитного риска. Данный метод весьма популярен на Западе. Например, в США доля застрахованных муниципальных эмиссий в общем их числе выросла с 35% в 1993 г. до 65% в 1996 г.[153] Причиной популярности страхования именно муниципальных облигаций является высокая степень неоднородности данного рынка из-за отсутствия определенных общих черт обращающихся на нем инструментов.

Достоинством использования услуг страховой компании является наличие финансовых гарантий страховой компании, которые устраняют необходимость фундаментального анализа информации об эмитенте. Механизм страхования кредитных рисков муниципальных облигаций на первичном рынке включает в себя следующие этапы:

- сопоставление стоимости страхования с величиной экономии при выпуске незастрахованных облигаций;

- определение примерной ставки, под которую возможно разместить планируемый объем эмиссии;

- при выявлении экономической целесообразности страхования эмитент подает заявки в одну или несколько страховых компаний;

- анализ страховыми компаниями финансовой информации об эмитенте;

- сопоставление предложенных страховыми компаниями условий и принятие эмитентом решения о страховании займа.

Страхование рисков, связанных с эмиссией субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, в современных условиях также сопряжено с множеством трудностей.

Во-первых, страхование возможно лишь в случае относительно высокой надежности заемщика. В настоящее время страховым компаниям придется брать на себя слишком высокий риск при неисполнении эмитентами своих обязательств,

---

[153] Там же, с.24.

поскольку большинство заемщиков пока не в состоянии выпустить облигации, по качеству приближающиеся к ценным бумагам инвестиционного качества.

Во-вторых, страховое дело в России находится в зачаточном состоянии. Так, совокупная страховая премия на душу населения в США, странах ЕЭС и Японии варьируется в пределах 1500-4000 USD, тогда как в России на начало 1998 г. этот показатель составлял чуть более 30 USD. Без учета обязательного медицинского страхования удельный вес страхования в ВВП составлял в 1998 г. менее 1%, что более чем в 10 раз ниже уровня западных стран.[154]

Разумеется, первая проблема затрагивает не только рынок страхования финансовых рисков, но и рынок муниципальных облигаций в целом, и она будет разрешаться по мере дальнейшего развития рынка ценных бумаг нецентральных органов власти. Вторая проблема, на наш взгляд, является разрешимой в том случае, если вопрос о росте капитализации компаний будет решаться при активном содействии крупнейших структур государственного типа, поскольку задача создания системы страхования не может быть решена отдельными коммерческими организациями. По нашему мнению, начало взаимодействия будет наиболее эффективным, если данный вопрос будет решаться при участии государственной структуры, речь о которой шла в параграфе 3.1. Подобный подход сможет положить начало созданию централизаванной организации, а в дальнейшем - сети нескольких крупных организаций по страхованию рисков на рынке субфедеральных и муниципальных ценных бумаг. Мы говорим именно о крупных страховых организациях, поскольку принципиальным отличием страхования финансовых рисков от прочих видов страхования является высокая стоимость их анализа, возникающая вследствие отсутствия естественных стабилизаторов в виде объективно

[154] Шадрин А. Страхование кредитного риска муниципальных облигаций. / “Рынок ценных бумаг”, 1998, №4(115), с.21-23.

существующих природных или общественных факторов, действие которых на параметры риска свободно от влияния субъектов риска.[155]

Разумеется, предложенная концепция организации выпуска облигационных займов нецентральными органами власти, не является принципиально новым подходом к решению проблем, связанных с организацией и функционированием рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг. Однако в ней отражены, на наш взгляд, основные направления совершенствования деятельности потенциальных эмитентов облигаций, а также указаны возможные способы оптимизации рынка ценных бумаг нецентральных органов в целом.

[155] Хорин Л. Страхование финансовых рисков - от ремесленничества к искусству. / “Страховое дело”, 1998, №11/12, с.34-36.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проделанной работы исследованы теоретические и прикладные вопросы, связанные с осуществлением заимствований нецентральными органами власти в Российской Федерации. В связи с особенностями административно-территориального деления государства и неравномерностью перераспределения властных функций между субфедеральным и местным уровнями, ценные бумаги, эмитированные органами власти субъектов федерации и местных образований имеют не одинаковый юридический статус. Это обстоятельство дает основания для выделения двух разновидностей ценных бумаг: субфедеральных и муниципальных облигаций. При этом с экономической точки зрения две данные разновидности имеют единую природу, что вполне позволяет рассматривать их в данной работе как совокупность однородных финансовых продуктов.

В соответствии с целями и задачами исследования рассмотрение основных групп проблем, связанных с осуществлением заемных функций региональными и местными властями, проводилось по трем основным направлениям:

1. Исследование теоретических аспектов развития рынков ценных бумаг нецентральных органов власти как одного из способов реализации экономической самостоятельности региональных и местных властей, и проведение ретроспективного анализа развития данного сектора фондового рынка в экономически развитых странах.

2. Рассмотрение российского опыта осуществления заимствований на региональном и местном уровнях с целью выявления основных итогов развития рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 1992-2000 гг. и определения перспектив его дальнейшего развития.
3. Разработка теоретической концепции развития рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, включающей меры по созданию объективных предпосылок для формирования эмитентами репутации платежеспособных и добросовестных заемщиков, а также направления индивидуальной работы эмитентов по созданию ликвидных финансовых продуктов. В основу предложенной схемы создания ликвидного финансового продукта положены выводы из теоретического анализа возможностей заимствования нецентральными органами власти в сочетании с результатами исследования зарубежной и отечественной практики выпуска облигационных займов.

Исследование экономических и институциональных предпосылок развития рынка субфедерального и муниципального долга как важного звена финансовой системы территориальных образований, обобщение и анализ зарубежной и отечественной практики облигационного заимствования позволили диссертанту сформулировать следующие выводы:

1. Несмотря на существенные различия в распределении властных функций между центральной и муниципальной властью в различных моделях организации власти на местах, в большинстве экономически развитых стран реально воплощены идеи государственной теории самоуправления, признающей государственную природу задач управления на муниципальном уровне. Это позволяет утверждать, что эффективность управления на региональном и муниципальном уровнях определяется, главным образом, обеспеченностью соответствующих территориальных образований

материальными ресурсами, необходимыми для решения возложенных на них государственных задач.

2. Поиск дополнительных финансовых ресурсов нецентральными органами власти необходимо рассматривать, с одной стороны, - как самостоятельно решаемую региональными и местными властями финансовую задачу, а с другой стороны, - как процесс, несущий в себе потенциальную возможность ослабления финансовой устойчивости региона или муниципалитета как структурного элемента государственной системы. Соотношение уровня финансовой самостоятельности территориальных образований и степени регулирования и контроля за процессом заимствований со стороны государственной власти во многом определяет различия в развитии рынков муниципальных облигационных заимствований в экономически развитых странах. Различия в системах муниципального заимствования, кроме того, связаны и с особенностями функционирования сформированной модели рынка ценных бумаг. Анализ зарубежной практики демонстрирует наличие наиболее развитой системы муниципальных облигационных заимствований в США, где рынок ценных бумаг имеет длительную историю и традиционно является наиболее эффективным механизмом перераспределения финансовых ресурсов.
3. Исследование российского опыта осуществления заимствований на региональном и местном уровнях демонстрирует возникновение объективных потребностей нецентральных органов власти в привлечении дополнительных финансовых ресурсов посредством эмиссии облигационных займов, что связано, в первую очередь, с объективным влиянием процесса децентрализации власти на усиление экономической самостоятельности субъектов федерации и местных органов власти. В числе положительных моментов, определяющих дальнейшие перспективы развития рынка

субфедеральных и муниципальных облигаций необходимо отметить: наличие платежеспособного спроса инвесторов на ценные бумаги крупных эмитентов; создание отдельными эмитентами принципиально новых эффективных схем выпуска и обращения облигаций, позволяющих увеличивать сроки и объемы заимствований; формирование высокотехнологичной инфраструктуры рынка.

4. Намеченная в 1992-1998 гг. тенденция роста объемов и общего числа субфедеральных и муниципальных заимствований не получила своего дальнейшего развития не только из-за воздействия на рынок систематического финансового риска, но и, в первую очередь, под воздействием объективных внутренних причин. Современный уровень развития рынка по ряду показателей не только не опережает, но и уступает дореволюционному уровню. Существует ряд негативных моментов, связанных с развитием и функционированием рынка субфедеральных и муниципальных облигаций. Во-первых, это отсутствие хорошо разработанной законодательной базы, включающей эффективные схемы гарантий и защиты прав инвесторов, учитывающей при этом высокую экономическую дифференциацию заемщиков капиталов, которая должна предполагать и наличие многоуровневой шкалы поощрений и требований к эмитентам ценных бумаг. Во-вторых, это финансово-экономические и организационные проблемы, порожденные вышеупомянутым несовершенством законодательства: преобладание так называемых “ГКО-подобных” займов, практика конструирования эмиссий без учета необходимых внутренних и рыночных параметров, присутствие крайне слабого интереса к рынку со стороны отдельных групп инвесторов, и т.д.
5. Приведенные во второй главе сведения об уровне развития в России современного рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг обнаруживают большее сходство российского рынка с европейскими

рынками муниципальных облигаций, нежели с аналогичным сектором в США. Данное обстоятельство позволяет предположить, что в ближайшие годы преждевременно ожидать серьезного всплеска активности со стороны региональных и местных заемщиков, и, по всей видимости, развитие рынка облигаций будет идти параллельно с развитием альтернативных способов привлечения дополнительных финансовых ресурсов.

6. Наиболее важная задача формирования рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в настоящий момент состоит в создании ликвидного рыночного инструмента, обладающего привлекательными рыночными характеристиками, и, в то же время, являющегося эффективным инструментом привлечения финансовых ресурсов в бюджет соответствующего территориального образования. Для решения этой задачи необходима реализация комплекса административных и экономических мер как на уровне самих эмитентов, так и на общефедеральном уровне. Роль государственного регулирования рынков субфедерального и муниципального долга имеет особую значимость в настоящее время, когда необходимым условием для восстановления доверия инвесторов к инструментам рынка государственного долга является построение гибкой системы обеспечения экономической безопасности займов. В связи с этим качество управления субфедеральными и муниципальными заемщиками собственным долгом напрямую воздействует не только на повышение эффективности территориальных финансов, но и на оздоровление общегосударственной финансовой системы.

Практика облигационных заимствований субъектами Российской Федерации и органами местной власти в 1992-2000 показала, что рынок ценных бумаг нецентральных органов власти является тем сектором финансового рынка, который в наибольшей степени подвержен воздействию субъективных факторов, и, несмотря на

наблюдающуюся территориальную разрозненность большинства региональных рынков, недостаточная проработанность параметров отдельных эмиссий неблагоприятно сказывается на развитии рынка в целом. Предложенная в диссертационной работе схема создания облигационного займа включает в себя комплекс мер, в реализации которых заинтересованы все потенциальные участники рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг. Возможно, что приведенные в настоящем исследовании предложения и рекомендации позволят улучшить механизм формирования и использования заемных финансовых ресурсов регионов и муниципальных образований.

Список использованной литературы

Нормативные документы

1. Конституция Российской Федерации.

2. Европейская Хартия о местном самоуправлении.

3. Бюджетный Кодекс Российской Федерации от 17 июля 1998 г. (с изменениями, внесенными Федеральным Законом от 31.12.1999г. №227-ФЗ).

4. Гражданский Кодекс Российской Федерации (часть1 от 21 октября 1994 г. и часть 2 от 22 декабря 1995 г.

5. Федеральный Закон Российской Федерации “О местном самоуправлении в Российской Федерации” от 6 июля 1991 г. №1550-1 (в ред. Законов РФ от 24.06.92 г. №3119-1 и 22.10.1992г. №3703-1).

6. Федеральный Закон Российской Федерации “О рынке ценных бумаг” от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ.

7. Федеральный Закон Российской Федерации “Об общих принципах организации местного самоуправления в Российской Федерации” от 28 августа 1995 г. №154-ФЗ (с изменениями и дополнениями, внесенными Федеральными Законами РФ от 22.04.96 г. №38-ФЗ, от 26.11.96 г. №141-ФЗ и от 17.03.97 г. №55-ФЗ).

8. Федеральный Закон Российской Федерации “Об основах бюджетного устройства и бюджетного процесса в РСФСР” от 10 октября 1991 г. №1734-1 (с изменениями от 05.11.1994, 31.07.1995, 10.07.1996 г.).

9. Федеральный Закон Российской Федерации “Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг” от 29 июля 1998 г. №136-ФЗ.

10. Постановление Федеральной Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам Российской Федерации “О ценных бумагах органов исполнительной власти субъектов Российской Федерации” от 5 мая 1995 г. №1.

11. Указ Президента Российской Федерации “О порядке выпуска органами исполнительной власти гг.Москвы, Санкт-Петербурга и Нижегородской области” от 8 апреля 1997 г. №304.

12. Постановление Правительства Российской Федерации “Об утверждении Порядка оформления и реализации задолженности субъектов Российской Федерации федеральному бюджету по товарному кредиту 1996 г.” от 26 мая 1997 г. №635.

13. Закон г.Москвы “О налоге с продаж” от 17 марта 1999 г. №14.

14. Постановление Правительства Москвы “О результатах работы Комитета муниципальных займов и развития фондового рынка по выпуску, обращению и погашению городских облигационных займов в 1996-1998 гг. и совершенствовании заемно-инвестиционной системы г.Москвы” от 23 марта 1999 г. №213.

15. Постановление Правительства Москвы “О системе городских займов Москвы” от 13 августа 1996 г. №681.

16. Постановление Правительства Москвы “О финансовых фондах городских облигационных займов Москвы” от 08 апреля 1997 г. №263.

17. Распоряжение Мэра Москвы “Об утверждении Положения о Комитете муниципальных займов и развития фондового рынка Правительства Москвы” от 18 апреля 2000 г. №427-РМ.

Монографии

18. Андрианов В.Д. Россия. Экономический и инвестиционный потенциал. -М.: “Экономика”, 1999.

19. Бабич А.М., Павлова Л.Н. Государственные и муниципальные финансы. - М., 2000.

20. Баранчиков В.А. Муниципальные органы Великобритании. - М., 1990.

21. Баринов В.Т. Муниципальные облигации. Выпуск и размещение. Практическое пособие. - М., 1997.

22. Бергман А.Б. Государственные займы как средство к поднятию народного благосостояния и урегулированию наших финансов. - С.-П., 1884.

23. Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. - М.: Академия народного хозяйства при Правительстве РФ, Изд-во “Дело”, 1999.

24. Бункина М.К., Семенов В.А. Экономика и психология. Учебное пособие. -М.: Изд-во “Дело и Сервис”, 1998.

25. Васильев В.И. Местное самоуправление. Учебное и научно-практическое пособие. - М., 1999.

26. Васильчиков А. О самоуправлении. Сравнительный обзор русских и иностранных земских и общественных учреждений. Т.1. Изд.3-е. - С.-П., 1872.

27. Велихов Л.А. Основы городского хозяйства. - М.-Л.: Государственное издательство РСФСР, 1928.

28. Вопросы местных финансов. -М.: Издательство Управления Местных Финансов Н.К.Ф.-1923.

29. Германский Фонд международного правового сотрудничества. Местное самоуправление в Германии. - М., 1996.

30. Гитман Л.Д., Джонк М.Д. Основы инвестирования. / Пер. с англ. - М.: “Дело”, 1997.

31. Гладский Д.Г. Экономическая безопасность системы городских муниципальных займов. Дисс. на соиск. уч. степ. к.э.н. - М., 1999.

32. Долинский В. В защиту МД нового состава от нападок "Русских ведомостей" или займы, как источник дохода в хозяйстве". - М.; 1877.

33. Елистратов А.И. Очерк административного права. - М., 1922.

34. Еремян В.В., Федоров М.В. Местное самоуправление в России (XII- начало XX вв.). - М., 1998.

35. Ивасенко А.Г. Банковские риски. -М.: “Вузовская книга”, 1998.

36. История Москвы. Т.4. Период промышленного капитализма. - М.: Изд-во АН СССР, 1954.

37. Карпиков Е.И., Тарачев В.А. Ценные бумаги субъектов Российской Федерации и муниципальных образований. - М., 1996.

38. Коркунов Н.М. Русское государственное право. Изд-е 4. Т.2.- С.П., 1903.

39. Костиков И.В. Сравнительный анализ государственного заимствования в развитых странах и России (региональный и местный уровень). Дисс. на соиск. учен. степ. к.э.н. - М., 1998.

40. Кутафин О.Е., Фадеев В.И. Муниципальное право Российской Федерации. - М.: “Юристъ”, 1997.

41. Лаптева Л. Региональное и местное управление в России (вторая половина XIX века).- М., 1998.

42. Лащук Д.И. Рынок муниципальных ценных бумаг и перспективы его развития на примере муниципальных займов правительства Санкт-Петербурга. / Дисс. на соиск. уч. степ. к.э.н. - С.-П., 1998.

43. Лексин В.Н., Швецов А.Н., Орлов М.Ю. Правовое обеспечение экономических реформ. Бюджет и межбюджетные отношения. Системная модернизация российской модели бюджетного федерализма. Концепция и рекомендации. - М., 1999.

44. Маршалл Д.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1998.

45. Местные органы власти в США: организация управления и экономической деятельности. Сб. обзоров. - М.: ИНИОН, 1996.

46. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: “Перспектива”, 1995.

47. Михайлов Д.М. Современные долговые и производные финансовые инструменты мирового рынка ссудных капиталов. - М.: ФА, 1998.

48. Моргачев В.Н. Формы и методы территориального управления в США и Канаде.- М.: “Наука”, 1987.

49. Обозрение “Финансовые рынки”, т.8, №3, март-апрель 2000 г., с.138-139.

50. Органы местного управления в зарубежных странах: сравнительное исследование. Науч.-аналит. обзор. - М., 1994.

51. Основные итоги развития местных бюджетов СССР. - М.: Финансовое издательство НКФ СССР, 1928.

52. Павлова Л.П. Местные бюджеты капиталистических государств. - М.: “Финансы”, 1972.

53. Павлова Л.П. Местные финансы в условиях государственно-монополистического капитализма. Дисс. на соиск. учен. степ. д.э.н. - М., 1978.

54. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. - М.: “Инфра-М”, 1996.

55. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М., 2000.

56. Рэдхэд К., Хьюс С. Управление финансовыми рисками. -М.: “Инфра-М”, 1996.

57. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: российская практика. - М: “Перспектива”, Издательский дом “Инфра-М”, 1997.

58. Соколинский В.М. Психологические основы экономики. -М.: “ЮНИТИ”, 1999.

59. Социально-экономическое положение России. 1999 год. XII выпуск. -М.: Госкомстат, 2000.

60. Справочная книга для держателей облигаций русских городских займов. - С.-П., 1913.

61. Сравнительное конституционное право. - М, 1996.

62. Твердохлебов В.Н. Местные финансы. - Одесса, 1919.

63. Толстошеев В.В. Региональное экономическое право России.- М.: “БЕК”, 1999.

64. Управление инвестиционно-заемными системами. /Под ред. М.В.Климовича, С.М.Тумасянц. - М.: Издательский Дом “РЦБ”, 1998.

65. Финансовая база местных органов власти в США: состояние и перспективы. Сборник обзоров. - М.: ИНИОН, 1997.

66. Финансы. Учебник. / Родионова В.М., Вавилов Ю.Я., Гончаренко Л.И. и др. Под ред. Родионовой В.М. - М.: “Финансы и статистика”, 1993.

67. Финансы и кредит субъектов Российской Федерации. Учебник. / Под ред. Л.И.Сергеева. -Калининград, 1999.

68. Экономико-математические методы и прикладные модели. / Под ред. Федосеева В.В. - М.: “ЮНИТИ”, 1999.

69. Юлдашбаева Л. Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг (акций, облигаций). - М., 1999.

70. Ямщикова О. Становление регионального фондового рынка. Дисс. на соиск. уч. степ. к.э.н. - С.П., 1998.

71. Ясюнас В.Я. Основы местного самоуправления. - М., 1998.

Статьи в периодической литературе

72. Алавидзе Т.Л., Антонюк Е.В., Гозман Л.Я. Фондовый рынок: генезис образа и экономическое поведение. // “Вопросы социологии”, 1998, вып.8., с.55-65.

73. Алексеенкова М. Внешние займы Москвы - итоги и перспективы. // “Рынок ценных бумаг”, 2000, №9(168), с.80-82.

74. Ананов С.К. Год спустя: частные вкладчики после краха финансовых пирамид. // “Вопросы социологии”, 1998, вып.8, с.66-77.

75. Балабанов А. Организация управления в инвестиционно-заемной системе Москвы. // “Рынок ценных бумаг”, 1998, №8(119), с.40-43.

76. Берзон Н. Рынок еврооблигаций - ключевые моменты. // “Рынок ценных бумаг”, 2000, №9(168), с.73-75.

77. Бондарь Т. Опыт внешних облигационных заимствований российских регионов.// “Рынок ценных бумаг”, 2000, №9(168), с.76-79.

78. Бондарь Т., Проклов А. Рейтинг региональных облигаций. // “Рынок ценных бумаг”, 2000, №5(164), с.87-89.

79. Браверман А., Майоров И., Люкманов В. Параметры муниципальных облигаций: предпочтения инвесторов. // “Рынок ценных бумаг”, 1998, №15(126), с.27-30.

80. Вартанов М. Опыт американского рынка муниципальных бумаг.// “Финансист”, 1997, №4.

81. Вольперт В., Исаев Б., Бродский С. Муниципальные облигационные займы в России: опыт и тенденции (1992-1997 гг.). // “Рынок ценных бумаг”, №4, 1998 г., с.29-31.

82. Галкина Т. Муниципальные займы: концепция московского правительства. // “Рынок ценных бумаг”, 1996, №21, с.2-5.

83. Голицын Ю., Карпиков Е., Мещерова Н. Московская биржа от восхода до заката.// “Рынок ценных бумаг”, 1997, №16.

84. Данков А. Бюджетные инвестиции и муниципальные ценные бумаги. // “Деньги и кредит”, 1998, №2, с.31-34.

85. Данков А. Муниципальные банкротства в США: выводы для России. // “Рынок ценных бумаг”, 1999, №13, с.12-14.

86. ДеБарделебен Д. Отношение к власти в регионах России. // “Социологические исследования”, 2000, №6, с.88-98.

87. Дмитриева И., Копейкин А., Новиков А. Кредитный рейтинг муниципального долга. // “Рынок ценных бумаг”, 1997, №13, с.74-78.

88. Довбня С. Рынок городских облигационных займов и его дальнейшие перспективы. // “Рынок ценных бумаг”, 1999, №19(154), с.52-59.

89. Довбня С., Семенюк А. Перспективы новых финансовых инструментов на рынке субфедеральных ценных бумаг. Опыт Санкт-Петербурга. // “Рынок ценных бумаг”, 2000, №6(165), с.56-60.

90. Зяблов Е., Тумасянц С. Стабильность городского муниципального долга. // “Рынок ценных бумаг”, 1998, №8(119), с.36-39.

91. Исаев Б. Муниципальные облигации промышленного развития. // “Экономическое развитие России”, апрель-май 1999 г., Т.6, №4, с.51-59.

92. Клейн А. Московская и межрегиональная инвестиционно-заемные системы. // “Рынок ценных бумаг”, 1998, №9(120), с.32-34.

93. Климович М. Три “ноу-хау” муниципальных займов. // “Деловые люди”, 1997, №81.

94. Костиков И.В. Рынок муниципальных облигаций: мировой опыт и россиская специфика. // “Мировая экономика и международные отношения”, 1999, №1, с.110-115.

95. Кравченко В. Муниципальный кредит: как жить взаймы.// “Рынок ценных бумаг”, №3, 1996, с.24-26.

96. Кузнецов М., Овчинников А. Время российских стрипов. // “Рынок ценных бумаг”, 1999, №7(142), с.59-61.

97. Куценко В., Сутягин А. Проблемы и перспективы рынка субфедеральных облигационных займов в России. // “Рынок ценных бумаг”, 1999, №11(146), с.29-34.

98. Ладыгин Д., Рушайло П. Регионам денег не занимать.// “Коммерсантъ”, №74, 27.04.2000, с.8.

99. Ларичев О.И., Браун Р. Количественный и вербальный анализ решений: сравнительное исследование возможностей и ограничений. // “Экономика и математические методы”, 1998, т.34, вып.4, с.97-107.

100. Лексин В., Швецов А. Региональные и местные займы в контексте финансово-бюджетной системы. // “Российский экономический журнал”, №6, с.11-25.

101. Леонтьев Г.К. Федерализм и местное самоуправление. // “Федеративные отношения и региональная социально-экономическая политика”, 1999, №6, с.112-114.

102. Лусников А. Эпоха евродефолта: где искать деньги для ускоренного развития Москвы? // “Рынок ценных бумаг”, 2000, №9(168), с.86-87.

103. Майорова Н. Проектные облигации в государственном и муниципальном секторе: опыт зарубежных стран и перспективы в России. // “Рынок ценных бумаг”, 1998, №16(127), с.23-27.

104. Майорова Н., Новиков А. Национальная шкала кредитного рейтинга. // “Рынок ценных бумаг”, 1998, №19-20, с.60-63.

105. Макушкин А. Долговая игра региональных политиков. Муниципальные займы не обеспечивают инвестиционного подъема в российских областях. // “Независимая газета”, 1997, №53(1378), 25 марта, с.4.

106. Миркин Я.М. Традиционные ценности населения и фондовый рынок. // “Рынок ценных бумаг”, 2000, №7, с.33-36.

107. Москва останется лидером среди муниципальных эмитентов. Интервью с председателем Комитета муниципальных займов правительства Москвы С.Пахомовым.// “Рынок ценных бумаг”, 2000, №9(168), с.72.

108. Новиков А. Инструменты рынка муниципальных ценных бумаг за рубежом. // “Рынок ценных бумаг”, 1997, №4, с.25-30.

109. Прорвич В.А. “Развитие рыночных земельных отношений в г.Москве”// Вестник ИА Релпресс от 01.08.1996.

110. Римашевская Н.М. Сбережения населения и внутренние источники экономического роста в России: результаты экспериментальных исследований.// “Экономика и математические методы”, 1998, т.34, вып.3, с.5-17.

111. Сабуров Е., Типенко Н., Чернявский А. Бюджетный федерализм и межбюджетные отношения.// “Вопросы экономики”, 2000, №1, с.56-70.

112. Серафини Р. Муниципальные облигации: взгляд со стороны. // “Рынок ценных бумаг”, 1998, №3(114), с.22.

113. Сизов Ю. Полноценный фондовый рынок нельзя построить без активного и осознанного участия населения. // “Рынок ценных бумаг”, 1999, №10(145), с.3-9.

114. Столяров Л., Столярова Е. Ситуационный Evidence-анализ в интересах портфельного инвестора. // “Рынок ценных бумаг”, 2000, №11(170), с.69-72.

115. Страхование - способ увеличить ликвидность муниципальных облигаций. Интервью с Р.Серафини. // “Рынок ценных бумаг”, 1998, №4(115), с.24-28.

116. Тальская М. Муниципальные займы перестают быть средством “затыкания дыр” местных бюджетов. // “Финансовые известия”, №76, 09.10.1997.

117. Тарачев В. Москва в фондовой истории России. // "Рынок ценных бумаг", 1997, №16.

118. Тростников И. Белла Златкис: муниципальные облигации никогда не были государственными. // “Коммерсант-daily”, 8 февраля 1995 г., №22, с.5.

119. Тышкевич Е. Сколько стоит возрождение? Рынок субфедеральных и муниципальных облигаций во время и после кризиса.// “Рынок ценных бумаг”, 1999, №19(154), с.60-62.

120. Тышкевич Е., Висков М. Субфедеральные и муниципальные облигации: взгляд практика.// “Рынок ценных бумаг”, №12, 1998 г., с.24-28.

121. Фаустова М. Среднесрочные государственные именные облигации Санкт-Петербурга. // “Рынок ценных бумаг”, 1999, №12(147), с.10-12.

122. Хорин Л. Страхование финансовых рисков - от ремесленничества к искусству. // “Страховое дело”, 1998, №11/12, с.32-38.

123. Хромушин И. Кто заплатит за развитие города? В поисках оптимальной схемы финансирования программ развития. // “Рынок ценных бумаг”, 1999, №20 (155), с.95-96.

124. Цветкова Г. Социальное управление на муниципальном уровне.// “Экономист”, 1999, №7.

125. Чеканова Е., Чеканов Л. Тенденции развития и перспективы рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в России. // “Рынок ценных бумаг”, 2000, №3(162), с.81-84.

126. Чижов С. Муниципальные займы: цели выпуска и принципы конструирования. // “Рынок ценных бумаг”, 1995, №14(53), с.22-28.

127. Чижов С. Региональные особенности муниципальных займов. // “Рынок ценных бумаг”, 1995, №17(56), с.40-45.

128. Шадрин А. Новые муниципальные облигации для городской инфраструктуры. // “Рынок ценных бумаг”, 1999, №1(136), с.63-67.

129. Шадрин А. Рынок субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в 1998 году.// “Финансист”, 1998, №11/12, с.58-62.

130. Шадрин А. Страхование кредитного риска муниципальных облигаций. // “Рынок ценных бумаг”, 1998, №4(115), с.21-23.

131. Шадрин А. Тенденции региональных заимствований и финансирование городской инфраструктуры. // “Рынок ценных бумаг”, 2000, №12(171), с.37-40.

132. Эйгель Ф. Критерии оценки кредитоспособности органов местного самоуправления. // “Рынок ценных бумаг”, 1999, №19(154), с.63-69.

133. Яковлев А. Отношение частных вкладчиков к различным формам и способам сбережений. // “Вопросы экономики”, 1998, №12, с.46-55.

134. Ячник О. Перспективы развития муниципальных “сберегательных” займов для населения. // “Рынок ценных бумаг”, 2000, №14(173), с.96-98.

Литература на английском языке

135. Deutsche Borse Fact Book 1998. - Frankfurt/Main, 1999.

136. Fabozzi F.J. Bonds markets, analysis and strategies. - New Jersey, Prentice-Hall International, Inc, 1996.

137. Fabozzi F.J., Fabozzi T.D., Feldstein S.G. Municipal Bond Portfolio Management. - N.-Y.: IRWIN Professional Publishing, 1995.

138. Management Policies in Local Government Finance./ Ed. J.R.Aronson, E.Schwartz. - Wash., 1975.

139. Marshall A.H. Local Government in the Modern World. - University of London, 1965.

140. Moody’s Credit Opinions International. April 1999. - N.-Y., 1999.

141. Municipal securities market: Hearings before the Subcomm. on telecommunications a. finance of the Comm. on energy a commerce, House of representatives, 103d Congr., 1st sess., Sept.9 a Oct.7, 1993. - Wash.: Gov. print off., 1994.

142. Scott D.L. Municipal bonds. The basics and beyond. - Probus Publishing Company, Chicago, 1992.

143. Sundaresan S.M. Fixed Income Markets and Their Derivatives. - Cincinnati, Ohio, 1997.

144. The European Bond Markets. An Overview and Analysis for Money Managers and Traders./Editor N.Battley. 6th Edition. - London, 1997.

145. Zipf R. How Municipal Bonds Work. - New York Institute of Finance, 1995.