

## Фондовый рынок

УДК 336.763

### ОБЛИГАЦИОННЫЕ ЗАЙМЫ КАК АЛЬТЕРНАТИВНЫЙ МЕХАНИЗМ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕФИЦИТА РЕГИОНАЛЬНЫХ БЮДЖЕТОВ

*Д. А. ВАВУЛИН,*  
кандидат экономических наук, доцент кафедры  
государственного управления и финансов  
E-mail: vavulin1972@mail.ru  
Государственный университет —  
учебно-научно-производственный комплекс, г. Орел  
*С. В. СИМОНОВ,*  
кандидат экономических наук, доцент,  
заведующий кафедрой менеджмента и маркетинга  
E-mail: SVSimonov@fa.ru  
Финансовый университет  
при Правительстве Российской Федерации  
(Орловский филиал)

*В статье отмечается, что в условиях предельного дефицита многих региональных бюджетов, невозможности существенного увеличения доходов в большинстве регионов за счет собственных источников, ограниченности финансовой помощи федерального центра субъекты РФ будут вынуждены более активно прибегать к использованию рыночных механизмов привлечения денег для финансирования дефицита бюджета. Одним из таких механизмов является заимствование посредством эмиссии субъектами РФ ценных бумаг. Рассматривается практика привлечения российскими регионами финансовых ресурсов на основе выпуска ценных бумаг.*

**Ключевые слова:** региональный бюджет, дефицит бюджета, ценные бумаги субъектов РФ.

Еще в мае 2012 г. Президент РФ поставил ряд, бесспорно, амбициозных задач. В том числе:

- создать и модернизировать 25 млн высокопроизводительных рабочих мест к 2020 г.;
- увеличить объем инвестиций не менее чем до 25% ВВП к 2015 г. и до 27% — к 2018 г.;
- увеличить долю продукции высокотехнологичных и наукоемких отраслей экономики в ВВП к 2018 г. в 1,3 раза относительно уровня 2011 г.;
- увеличить производительность труда к 2018 г. в полтора раза относительно уровня 2011 г.;
- обеспечить к 2018 г. увеличение почти в полтора раза реальной заработной платы населения страны, в том числе за счет значительного наращивания оплаты труда бюджетникам — врачам, педагогам, ученым.

Очевидно, что основное бремя по выполнению данных задач будут нести российские регионы. Первый год их реализации в субъектах РФ выявил

цельный ряд недостатков в методическом и правовом сопровождении содержащихся в них поручений Президента РФ:

— отсутствие критериев отнесения рабочих мест к числу «высокопроизводительных», а работников к числу «высококвалифицированных»;

— отсутствие перечня высокотехнологичных и наукоемких отраслей экономики;

— отсутствие законов о стратегическом планировании и об уполномоченном по защите прав предпринимателей и др.

Однако самой большой проблемой на региональном уровне изначально были вовсе не эти недостатки, значительная часть из которых в настоящее время уже устранена, а финансовое обеспечение мероприятий. Только в 2013—2015 гг. российским регионам на реализацию дополнительных мер государственной политики в сфере здравоохранения, образования, науки и демографии потребуется около 1,4 трлн руб. [4].

Особенно суровым испытанием для субъектов РФ станет выполнение обязательства по увеличению зарплат учителей и врачей пропорционально росту средней зарплаты в регионах. Так, по оценке Минфина России, на начало апреля 2013 г. субъектам РФ (за исключением Москвы и Московской области) для этого в текущем году требуется 337,4 млрд руб. При том, что в бюджетах регионов на эти цели предусмотрено лишь 209,1 млрд руб. В свою очередь, Счетная палата РФ, подводя итоги апрельского опроса, проведенного в 78 регионах, указывает, что всем регионам вместе на повышение зарплат бюджетников в 2013 г. нужно 773,5 млрд руб. А средства консолидированных бюджетов этих регионов покрывают всего 80% от этой суммы (623,4 млрд руб.). То есть общий дефицит бюджетов в опрошенных регионах превышает 150 млрд руб. В 19 регионах дефицит средств на повышение оплаты труда бюджетникам (соотношение потребностей в средствах и предусмотренных средств, федераль-

ных и собственных) составляет от 0,1 до 20%, в 7 — от 20,1 до 40%, в 15 — от 40,1 до 60%, в 10 — 60,1 до 80% [4]. Дополнительная потребность в финансовых ресурсах на повышение оплаты труда бюджетникам на весь период оценивается в еще более внушительные цифры. Например, Орловской области необходимо более 36,8 млрд руб. при дефиците средств в 17,1 млрд (табл. 1).

Очевидно, что выполнение задач, поставленных в мае 2012 г. Президентом РФ, грозит региональным бюджетам неподъемным дефицитом. Положение усугубляется еще и тем, что в условиях замедления роста экономики, которое началось с середины 2012 г. и продолжилось в 2013 г., повышается риск того, что доходы бюджетов субъектов РФ окажутся ниже запланированного уровня. В 2012 г. из-за недобора 330 млрд руб. собственных доходов (в основном налога на прибыль) дефицит бюджетов регионов оказался почти в 8,7 раз выше плана — 278 вместо 32 млрд руб. В 2013 г. дефицит региональных бюджетов вырастет еще больше, достигнув 0,7% ВВП, или почти 500 млрд руб., к 2015 г. дефицит составит в среднем около 9% (3% в 2012 г.), а к 2018 г. он вырастет в 36 раз, достигнув 1,8 трлн руб. [5].

Показательным в этом отношении является тот факт, что, например, доходы бюджета Орловской области за январь — май текущего года резко сократились в части налога на прибыль. В сравнении с аналогичным периодом прошлого года снижение составило 440 млн руб. При этом исполнение плановых показателей по налогу на прибыль составляет лишь 69%. В целом по налоговым и неналоговым доходом областного бюджета по состоянию на 01.06.2013 также сложилась отрицательная динамика к соответствующему периоду прошлого года в сумме 121 млн руб.

Если экономика будет замедляться и далее, то российские регионы в ближайшие два года будут не в состоянии выполнять обязательства за счет собс-

Таблица 1

**Потребность Орловской области в финансовых ресурсах на повышение оплаты труда работникам бюджетной сферы в 2013—2018 гг., млрд руб.**

| Показатель   | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|------|------|------|------|------|------|
| Дополнительная потребность в финансовых ресурсах на повышение оплаты труда | 1,9  | 2,9  | 4,3  | 6,8  | 9,5  | 11,5 |
| Объем дополнительных бюджетных ассигнований, запланированных в бюджете     | 0,9  | 1,2  | 1,8  | 3,6  | 5,5  | 6,7  |
| Дефицит  | 1    | 1,7  | 2,5  | 3,2  | 4    | 4,8  |

твенных доходов — прежде всего по повышению зарплат работникам бюджетной сферы. Финансировать же дефицит бюджета за счет трансфертов из федерального бюджета, тоже переживающего не лучшие времена, вряд ли получится. По прогнозу УФНС России по Орловской области, отрицательная динамика налога на прибыль сохранится и до конца текущего года. Таким образом, налоговая база по налогу на прибыль в 2013 г. будет существенно снижена, что приведет к резкому снижению налоговых доходов при формировании бюджета на 2014 г.

В условиях предельного дефицита многих региональных бюджетов, невозможности существенно увеличения доходов в большинстве регионов за счет собственных источников, ограниченности финансовой помощи федерального центра очевидно, что для выполнения указаний Президента РФ российские регионы будут вынуждены более активно прибегать к использованию рыночных механизмов привлечения денег для финансирования дефицита бюджета, одним из которых (наряду с банковским кредитом) является заимствование посредством эмиссии субъектами РФ ценных бумаг.

На протяжении последних 16 лет российские регионы достаточно активно использовали эмиссию ценных бумаг в качестве альтернативного механизма привлечения дополнительных финансовых ресурсов. Динамика эмиссионной активности субъектов РФ за период с 1997 г. по июнь 2013 г. представлена в табл. 2.

Как следует из анализа данных табл. 2, в рассматриваемом периоде субъекты РФ осуществили в общей сложности 799 выпусков ценных бумаг. При этом пик эмиссионной активности регионов пришелся на 1997 и 1998 гг. (до начала августа), когда было осуществлено более 42% от всех выпусков ценных бумаг РФ. Это можно объяснить благоприятной конъюнктурой финансового рынка и отсутствием базового законодательства, регламентирующего процедуру эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ. Однако с августа 1998 г. эмиссионная активность регионов резко пошла на спад. До конца 1998 г. было осуществле-

но только два выпуска ценных бумаг субъектов РФ. Отчасти это связано со вступлением в силу в начале августа 1998 г. Бюджетного кодекса РФ и принятием Федерального закона от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг», значительно ужесточивших требования к процедуре эмиссии ценных бумаг субъектами РФ. Отметим, что эти два законодательных акта и по сей день определяют правовые основы участия регионов РФ в отношениях, возникающих в результате осуществления эмиссии и обращения ценных бумаг. Однако в наибольшей степени снижению эмиссионной активности регионов способствовал дефолт августа 1998 г., который подорвал экономическую стабильность в стране и катастрофически ухудшил ситуацию на финансовых рынках.

Следующий пик эмиссионной активности регионов пришелся уже на 2005 г., хотя в этом году субъекты РФ разместили в 5 раз меньше выпусков ценных бумаг, чем в 1997 г. В дальнейшем регионы сократили свое присутствие на финансовом рынке. Минимальное количество выпусков ценных бумаг субъектов РФ было размещено в 2009 г., что явилось следствием финансового кризиса 2008 г., который затем перерос в полноценный экономический кризис. В течение 2010—2012 гг. эмиссионная активность регионов вновь возросла, но показатели, характеризующие ее, далеки от пиковых значений 2005 г., и тем более 1997 г.

Эмиссию ценных бумаг с 1997 г. по июнь 2013 г. осуществили в общей сложности 78 из 83 субъектов РФ. Эмиссионная активность субъектов РФ в этот период в региональном разрезе представлена в табл. 3.

Из анализа данных табл. 3 следует, что наибольшую эмиссионную активность в рассматриваемом периоде проявили субъекты Северо-Западного федерального округа. На них приходится 21,9% всех зарегистрированных выпусков таких ценных бумаг. Второе место занимает Центральный федеральный округ, совсем немного уступающий региону-лидеру. На его эмитентов приходится 21,3% зарегистриро-

Таблица 2

Динамика эмиссионной активности субъектов РФ в период с 1997 г. по март 2013 г., ед.

| Показатель                       | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | На 30.05.2013 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------------|
| Количество выпусков ценных бумаг | 261  | 75   | 17   | 21   | 22   | 43   | 46   | 40   | 51   | 44   | 34   | 35   | 17   | 26   | 29   | 22   | 16            |

Таблица 3

**Эмиссионная активность субъектов РФ в период  
с 1997 г. по июнь 2013 г. в региональном разрезе, ед.**

| Регион  | Государственные ценные бумаги | Регион  | Государственные ценные бумаги |
|---|-------------------------------|---|-------------------------------|
| <i>Центральный федеральный округ, всего</i>     | 170                           | Республика Адыгея                                 | 3                             |
| Белгородская область                            | 14                            | Астраханская область                              | 5                             |
| Брянская область                                | 3                             | Волгоградская область                             | 39                            |
| Владимирская область                            | —                             | Республика Калмыкия                               | 6                             |
| Воронежская область                             | 7                             | Краснодарский край                                | 9                             |
| Ивановская область                              | 7                             | Ростовская область                                | 4                             |
| Калужская область                               | 9                             | <i>Северо-Кавказский федеральный округ, всего</i> | 24                            |
| Костромская область                             | 12                            | Республика Дагестан                               | 3                             |
| Курская область                                 | 5                             | Карачаево-Черкесская Республика                   | 3                             |
| Липецкая область                                | 13                            | Республика Северная Осетия — Алания               | 3                             |
| Москва  | 46                            | Ставропольский край                               | 6                             |
| Московская область                              | 15                            | Чеченская Республика                              | 0                             |
| Орловская область                               | —                             | Кабардино-Балкарская Республика                   | 6                             |
| Рязанская область                               | 2                             | Республика Ингушетия                              | 3                             |
| Смоленская область                              | —                             | <i>Сибирский федеральный округ, всего</i>         | 146                           |
| Тамбовская область                              | 5                             | Республика Алтай                                  | 6                             |
| Тверская область                                | 14                            | Алтайский край                                    | 1                             |
| Тульская область                                | 2                             | Республика Бурятия                                | 8                             |
| Ярославская область                             | 16                            | Забайкальский край                                | —                             |
| <i>Северо-Западный федеральный округ, всего</i> | 175                           | Иркутская область                                 | 24                            |
| Архангельская область                           | —                             | Кемеровская область                               | 5                             |
| Вологодская область                             | 4                             | Красноярский край                                 | 20                            |
| Калининградская область                         | 3                             | Новосибирская область                             | 16                            |
| Республика Карелия                              | 18                            | Омская область                                    | 10                            |
| Республика Коми                                 | 18                            | Томская область                                   | 55                            |
| Ленинградская область                           | 9                             | Республика Тыва                                   | 3                             |
| Мурманская область                              | 3                             | Республика Хакасия                                | 5                             |
| Ненецкий автономный округ                       | —                             | <i>Уральский федеральный округ, всего</i>         | 27                            |
| Новгородская область                            | 4                             | Курганская область                                | 5                             |
| Псковская область                               | 5                             | Свердловская область                              | 8                             |
| Санкт-Петербург                                 | 111                           | Тюменская область                                 | 3                             |
| <i>Приволжский федеральный округ, всего</i>     | 118                           | Ханты-Мансийский автономный округ — Югра          | 4                             |
| Республика Башкортостан                         | 7                             | Челябинская область                               | 6                             |
| Кировская область                               | 5                             | Ямало-Ненецкий автономный округ                   | 5                             |
| Республика Марий Эл                             | 7                             | <i>Дальневосточный федеральный округ, всего</i>   | 73                            |
| Республика Мордовия                             | 5                             | Амурская область                                  | 4                             |
| Нижегородская область                           | 15                            | Еврейская автономная область                      | 3                             |
| Оренбургская область                            | 6                             | Камчатский край                                   | —                             |
| Пензенская область                              | 6                             | Магаданская область                               | 3                             |
| Пермский край                                   | 8                             | Приморский край                                   | 8                             |
| Самарская область                               | 13                            | Республика Саха (Якутия)                          | 27                            |
| Саратовская область                             | 3                             | Сахалинская область                               | 1                             |
| Республика Татарстан                            | 7                             | Хабаровский край                                  | 8                             |
| Удмуртская Республика                           | 8                             | Чукотский автономный округ                        | 1                             |
| Ульяновская область                             | 5                             | <b>Итого по России</b>                            | <b>799</b>                    |
| Чувашская Республика                            | 25                            |   |                               |
| <i>Южный федеральный округ, всего</i>           | 66                            |   |                               |

ванных выпусков государственных ценных бумаг субъектов РФ. На третьем месте находится Приволжский федеральный округ, на эмитентов которого приходится 14,8% от выпущенных субъектами РФ ценных бумаг. Далее следуют Дальневосточный (9,1%), Южный (8,3%), Уральский (3,4%) и Северо-Кавказский (3,0%) федеральные округа. Среди субъектов РФ лидером по числу размещенных выпусков ценных бумаг является Санкт-Петербург (13,9%). Затем

идут Томская область (6,9%), Москва (5,8%), Волгоградская область (4,9%), Республика Саха (Якутия) (3,4%), Чувашская Республика и Иркутская область (по 3,0%) и др. В ряде регионов государственные ценные бумаги субъектов РФ не выпускались (Владимирская, Орловская, Смоленская области и др.).

По состоянию на 01.02.2013 в обращении на финансовом рынке находились облигации 33 из 83 регионов РФ (табл. 4).

Таблица 4

**Выпуски ценных бумаг субъектов РФ, находившиеся в обращении по состоянию на 01.02.2013, млрд руб.**

| Регион  | Количество выпусков ГЦБ*, ед. | Номинальная сумма долга по ценным бумагам | Объем государственного долга субъекта РФ |
|---|-------------------------------|---|--|
| <i>Центральный федеральный округ, всего</i>       | 31                            | 204,45                                    | 392,4                                    |
| Белгородская область                              | 2                             | 6,5                                       | 34,3                                     |
| Воронежская область                               | 1                             | 0,2                                       | 12,7                                     |
| Калужская область                                 | 2                             | 2,8                                       | 17,4                                     |
| Костромская область                               | 1                             | 4   | 7,4                                      |
| Липецкая область                                  | 2                             | 2,9                                       | 10,4                                     |
| Москва  | 11                            | 145                                       | 188,5                                    |
| Московская область                                | 2                             | 20,7                                      | 58,4                                     |
| Рязанская область                                 | 2                             | 1,5                                       | 19,4                                     |
| Тверская область                                  | 4                             | 7,9                                       | 19,6                                     |
| Тульская область                                  | 1                             | 5   | 8,4                                      |
| Ярославская область                               | 3                             | 7,95                                      | 15,9                                     |
| <i>Северо-Западный федеральный округ, всего</i>   | 13                            | 27,8                                      | 75,93                                    |
| Вологодская область                               | 2                             | 7,1                                       | 28,1                                     |
| Республика Карелия                                | 3                             | 3,7                                       | 10,5                                     |
| Республика Коми                                   | 4                             | 5,7                                       | 10,03                                    |
| Ленинградская область                             | 1                             | 1,3                                       | 5,9                                      |
| Санкт-Петербург                                   | 3                             | 10  | 21,4                                     |
| <i>Приволжский федеральный округ, всего</i>       | 17                            | 64,4                                      | 140,5                                    |
| Республика Башкортостан                           | 1                             | 3   | 13,8                                     |
| Республика Марий Эл                               | 1                             | 1,5                                       | 7,7                                      |
| Нижегородская область                             | 3                             | 21  | 40,3                                     |
| Оренбургская область                              | 1                             | 4   | 15,4                                     |
| Самарская область                                 | 4                             | 24,4                                      | 36,8                                     |
| Удмуртская Республика                             | 4                             | 7,5                                       | 19,2                                     |
| Чувашская Республика                              | 3                             | 3   | 7,3                                      |
| <i>Южный федеральный округ, всего</i>             | 4                             | 25,4                                      | 98,3                                     |
| Волгоградская область                             | 3                             | 9,4                                       | 24,4                                     |
| Краснодарский край                                | 1                             | 16  | 73,9                                     |
| <i>Северо-Кавказский федеральный округ, всего</i> | 1                             | 5   | 15,2                                     |
| Ставропольский край                               | 1                             | 5   | 15,2                                     |
| <i>Сибирский федеральный округ, всего</i>         | 11                            | 32,2                                      | 43,9                                     |
| Красноярский край                                 | 2                             | 25,9                                      | 28,6                                     |
| Томская область                                   | 7                             | 3,6                                       | 9,6                                      |
| Республика Хакасия                                | 2                             | 2,7                                       | 5,7                                      |
| <i>Уральский федеральный округ, всего</i>         | 3                             | 8   | 23,1                                     |
| Свердловская область                              | 2                             | 6   | 20,7                                     |
| Ханты-Мансийский автономный округ — Югра          | 1                             | 2   | 2,4                                      |
| <i>Дальневосточный федеральный округ, всего</i>   | 5                             | 8,2                                       | 14,8                                     |
| Республика Саха (Якутия)                          | 5                             | 8,2                                       | 14,8                                     |
| <b>Итого по России</b>                            | <b>85</b>                     | <b>375,5</b>                              | <b>804,13</b>                            |

\* Государственные ценные бумаги

Как показывает анализ данных табл. 4, почти 36,5% всех находящихся в обращении выпусков ценных бумаг приходится на эмитентов Центрального федерального округа. Далее следуют Приволжский федеральный округ — 20%, Северо-Западный федеральный округ — 15,3%, Сибирский федеральный округ — 12,9%, Дальневосточный федеральный округ — 5,9%, Южный федеральный округ — 4,7%, Уральский федеральный округ — 3,5%, Северо-Кавказский федеральный округ — 1,2%. Если рассматривать ситуацию в разрезе субъектов РФ, то лидерами по числу находящихся в обращении выпусков ценных бумаг являются Москва — 12,9% и Томская область — 8,2%. Номинальная сумма долга по ценным бумагам субъектов РФ, находящимся в обращении, превышает 375 млрд руб. и составляет почти 47% совокупного объема государственного долга этих субъектов РФ. При этом в 9 регионах она превышает 50% и находится в диапазоне от 52,1% (Нижегородская область) до 90,6% (Красноярский край). В оставшихся 24 субъектах РФ ситуация иная. Номинальная сумма долга по ценным бумагам не превышает 50% совокупного государственного долга субъекта РФ и находится в диапазоне от 1,6% (Воронежская область) до 50% (Ярославская область). При этом в 22 регионах она превышает 16%.

В Федеральном законе от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» ценным бумагам субъектов РФ придан статус государственных. Поэтому они именуются государственными ценными бумагами субъекта РФ и определяются как ценные бумаги, выпущенные от имени субъекта РФ. Их эмитентом может выступать высший исполнительный орган государственной власти субъекта РФ либо финансовый орган субъекта РФ, наделенные законом субъекта РФ правом на осуществление государственных заимствований субъекта РФ. Эмитент государственных ценных бумаг субъекта РФ выпускает от имени публично-правового образования ценные бумаги и несет обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами. На практике эмитентами ценных бумаг выступают различные органы государственной власти субъектов РФ. Это могут быть региональные правительства (Москва и др.), администрации (Псковская область и др.), министерства финансов (Красноярский край, Калужская область и др.), департаменты по финансам,

бюджету и контролю (Краснодарский край и др.), департаменты финансов (Тверская область и др.) и т. п.

Как следует из Федерального закона от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных муниципальных ценных бумаг», государственные ценные бумаги субъекта РФ могут быть выпущены только в виде долговых ценных бумаг, относящихся к категории эмиссионных ценных бумаг. Пока такая ценная бумага только одна — облигация. Отметим, что до вступления в силу этого закона, т. е. до августа 1998 г., субъекты РФ практиковали выпуск векселей. Однако впоследствии такая практика была прекращена. И все субъекты РФ в период с августа 1998 г. по настоящее время вправе эмитировать исключительно облигации.

Федеральный закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» не определяет и соответственно не ограничивает целей осуществления эмиссии ценных бумаг субъектов РФ. Однако в Бюджетном кодексе Российской Федерации прямо установлено, что заимствования субъектов РФ, в том числе путем эмиссии ценных бумаг, могут осуществляться только в целях финансирования дефицита бюджета и погашения долговых обязательств. Вместе с тем в 1998—2002 гг. помимо указанных целей ряд субъектов РФ в эмиссионных документах указывал иные направления использования привлеченных финансовых ресурсов. Например, Санкт-Петербург осуществлял эмиссию ценных бумаг в целях реструктуризации кредиторской задолженности перед бюджетными организациями, Хабаровский край и Ростовская область — для реструктуризации задолженности по ранее выпущенным облигациям, Чувашская Республика — в целях финансирования программ развития жилищного строительства, Москва — для финансирования инвестиционной программы на 1999 г. В последующие годы эмиссия ценных бумаг регионами производилась исключительно в целях, определенных Бюджетным кодексом Российской Федерации. Отметим, что ограничения в целях осуществления эмиссии ценных бумаг субъектами РФ, установленные в Бюджетном кодексе РФ и оговариваемые в эмиссионных документах, не следует понимать буквально. Дело в том, что на практике субъекты РФ средства, привлеченные путем эмиссии ценных бумаг, используют не только сугубо для финансирования дефицита бюджета (кассового,

сезонного, годового) и погашения ранее возникших долговых обязательств, но и для финансирования различных целевых государственных программ в области жилищного строительства, инфраструктуры, социального обеспечения и т. п. При условии, что затраты на программы такого рода включены в дефицит бюджета субъекта РФ.

Как и иные облигации, ценные бумаги субъектов РФ могут быть именными и на предъявителя, купонными и бескупонными, предусматривать различные формы погашения, в том числе полное погашение к определенному сроку, погашение сериями (выплата всей суммы основного долга частями в соответствии с графиком в течение срока обращения облигаций — амортизация долга). При этом Бюджетный кодекс РФ устанавливает, что с точки зрения срочности облигации субъектов РФ способны быть краткосрочными (менее одного года), среднесрочными (от одного года до пяти лет), долгосрочными (от пяти до 30 лет включительно). Эмиссионными документами могут предусматриваться обязательное централизованное хранение документарных ценных бумаг субъектов РФ и ограничения на владельцев.

Изучение практики эмиссионной деятельности субъектов РФ показало, что регионы выпускали облигации преимущественно в документарной форме (70%) на предъявителя (63%) без централизованного хранения (55%). Номинал облигаций, как правило, составлял 1 000 руб. Хотя были случаи выпуска облигаций как с более мелкими (100, 250, 500 руб.), так и более крупными номиналами (5 000, 10 000, 20 000, 25 000 и даже 100 000 руб.). Преобладающей формой выплаты дохода по облигациям выступал постоянный (фиксированный) купонный доход, а также разница между ценой реализации (погашения) и ценой покупки облигации. В редких

случаях облигации выпускались с переменным купонным доходом. В большинстве случаев субъекты РФ выпускали среднесрочные облигации (почти 57%) и долгосрочные облигации (около 24%). Выпуск краткосрочных облигаций субъектами РФ имел место главным образом до 1999 г. Введение ограничений на владельцев ценных бумаг субъектов РФ не имело широкого распространения.

Отдельно необходимо отметить, что большинство выпусков облигаций субъектов РФ предусматривает так называемую амортизацию долга, т. е. возможность погашения облигаций сериями (выплата частями в соответствии с графиком всей суммы основного долга в течение срока обращения облигаций). Такие облигации именуют облигациями с амортизацией долга. К амортизации долга заемщик прибегает для того, чтобы не изыскивать в день погашения значительной суммы денежных средств. Например, эмитент выпустил облигацию сроком на 10 лет с годовой купонной ставкой 8% и номинальной стоимостью 100 000 руб. Чтобы по истечении 10 лет не изыскивать всей суммы для погашения облигации, эмитент предусматривает в условиях выпуска и обращения облигации, что по истечении пяти лет ежегодно будет гаситься 20% номинала. Из табл. 5 видно, что сумма долга в 100 000 руб. гасится в течение пяти последних лет равными долями. За счет досрочного погашения долга уменьшается постепенно долг эмитента перед инвестором. Поэтому размер купонных выплат уменьшается в связи с уменьшением суммы долга [7].

Для осуществления эмиссии государственных ценных бумаг субъект РФ должен удовлетворять ряду формальных законодательных требований, установленных в Бюджетном кодексе РФ и Федеральном законе от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об осо-

Таблица 5

Финансовые потоки по облигациям с амортизацией долга, руб.

| Год  | Сумма купонных выплат | Сумма погашения номинала | Общая сумма платежей по облигации |
|------|-----------------------|--------------------------|-----------------------------------|
| 1-й  | 8 000                 | Нет                      | 8 000                             |
| 2-й  | 8 000                 | Нет                      | 8 000                             |
| 3-й  | 8 000                 | Нет                      | 8 000                             |
| 4-й  | 8 000                 | Нет                      | 8 000                             |
| 5-й  | 8 000                 | Нет                      | 8 000                             |
| 6-й  | 8 000                 | 20 000                   | 28 000                            |
| 7-й  | 6 400                 | 20 000                   | 26 400                            |
| 8-й  | 4 800                 | 20 000                   | 24 800                            |
| 9-й  | 3 200                 | 20 000                   | 23 200                            |
| 10-й | 1 600                 | 20 000                   | 21 600                            |

бенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» (табл. 6).

Хотя, как было отмечено, особенности эмиссии государственных ценных бумаг субъектов РФ определяются специальным законом, тем не менее эта процедура во многом аналогична эмиссии иных эмиссионных ценных бумаг, которая регламентирована Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», и включает в себя те же формальные этапы, что и эмиссия иных эмиссионных ценных бумаг. Однако на практике процесс выпуска в обращение государственных ценных бумаг субъектов РФ дополняется рядом неформальных этапов, в том числе предварительным, который связан с проведением обширного круга достаточно разнообразных работ и мероприятий. В результате процедура эмиссии облигаций субъектами РФ занимает достаточно длительный период времени (147 дней, или около 5 мес.). Примерный план-график выпуска государственных ценных бумаг абстрактного субъекта РФ можно представить следующим образом (табл. 7).

В приведенный индикативный план-график выпуска ценных бумаг субъектом РФ не вошла еще одна процедура, которая на практике предшествует предварительному этапу — получению субъектом РФ кредитного рейтинга. Ее исключение из плана-

графика связано с тем, что формально наличие кредитного рейтинга обязательно только для субъекта РФ, планирующего осуществить выпуск внешнего облигационного займа. В этом случае он должен получить кредитный рейтинг как минимум от двух ведущих международных рейтинговых агентств.

В настоящее время в мире насчитывается более 100 рейтинговых агентств. Наиболее признанными из них, формирующими так называемую «большую тройку» международников, являются Standard & Poors, Moodys Investors и Fitch Ratings. Ведущими отечественными рейтинговыми агентствами считаются «Национальное рейтинговое агентство», АК&М («Анализ, Консультации и Маркетинг»), «Рус-Рейтинг» и «Эксперт РА». Каждое рейтинговое агентство применяет собственную методологию оценки кредитоспособности и выражает результат этого измерения с помощью особой рейтинговой шкалы. Обычно используется буквенная шкала, которая позволяет показать рейтинги, отражающие мнение агентства об относительном уровне кредитного риска в диапазоне (например, от «AAA» до «D»). Международная рейтинговая шкала служит основой для относительной оценки кредитного риска, которому подвергаются эмитенты долговых обязательств и сами долговые обязательства во всем мире.

Таблица 6

**Ограничения на эмиссию ценных бумаг субъектов РФ,  
установленные законодательством Российской Федерации**

| Показатель                              | Установленные ограничения   |
|---|---|
| Предельный объем государственного долга | Предельный объем государственного долга субъекта РФ не должен превышать объема доходов соответствующего бюджета без учета финансовой помощи из других уровней бюджетной системы РФ  |
| Дефицит бюджета                         | Дефицит бюджета субъекта РФ не должен превышать 15% утвержденного общего годового объема доходов без учета утвержденного объема безвозмездных поступлений. В случае утверждения законом субъекта РФ о бюджете в составе источников финансирования дефицита поступлений от продажи акций и иных форм участия в капитале, а также снижения остатков средств на счетах, дефицит бюджета субъекта РФ может превышать 15% доходов в пределах суммы указанных поступлений и снижения остатков средств на счетах. При этом для высокодотационных территорий введен более жесткий критерий отношения дефицита к доходам — 10% |
| Расходы на обслуживание долга           | Расходы на обслуживание субфедерального долга не должны превышать 15% расходов бюджета соответствующего уровня (ст. 111 Бюджетного кодекса РФ). В совокупности с ограничениями на общий объем долга и объем дефицита данное требование косвенно ограничивает процентную ставку, по которой субъекты РФ могут привлекать заемные средства  |
| Задолженность перед Минфином России     | Выпуск облигаций регионом невозможен при наличии неурегулированной задолженности перед Минфином России  |
| Требования бюджетного законодательства  | Основанием для отказа в государственной регистрации условий эмиссии государственных ценных бумаг субъекта РФ может служить нарушение эмитентом требований бюджетного законодательства РФ (ст. 10 Федерального закона от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»)   |



Окончание табл. 7

| № пун-кта | Этап   | Срок (неделя) | Май |   |   |   | Июнь |   |   |   | Июль |   |   |   | Август |   |   |   | Сентябрь |   |   |   | Октябрь |   |   |   |
|-----------|--|---------------|-----|---|---|---|------|---|---|---|------|---|---|---|--------|---|---|---|----------|---|---|---|---------|---|---|---|
|           |  |               | 1   | 2 | 3 | 4 | 1    | 2 | 3 | 4 | 1    | 2 | 3 | 4 | 1      | 2 | 3 | 4 | 1        | 2 | 3 | 4 | 1       | 2 | 3 | 4 |
| 4.3       | Раскрытие информации на всех этапах эмиссии (генеральный агент, эмитент)   |               |     |   |   |   |      |   |   |   |      |   |   |   |        |   |   |   |          |   |   |   |         |   |   |   |
| 5         | <b>Премаркетинг и размещение ценных бумаг</b>  |               |     |   |   |   |      |   |   |   |      |   |   |   |        |   |   |   |          |   |   |   |         |   |   |   |
| 5.1       | Подготовка информационного меморандума генеральным агентом   | 20 дней       |     |   |   |   |      |   |   |   |      |   |   |   | x      | x | x |   |          |   |   |   |         |   |   |   |
| 5.2       | Проведение презентаций и переговоров с инвесторами, открытие лимитов на ценные бумаги, оценка потенциального спроса          | 15 дней       |     |   |   |   |      |   |   |   |      |   |   |   |        |   |   |   | x        | x | x |   |         |   |   |   |
| 5.3       | Согласование ставки купона с эмитентом, определение даты размещения ценных бумаг. Раскрытие информации                       | 2 дня         |     |   |   |   |      |   |   |   |      |   |   |   |        |   |   |   |          |   |   | x |         |   |   |   |
| 5.4       | Размещение ценных бумаг по открытой подписке на бирже, перечисление средств, полученных от размещения ценных бумаг, эмитенту | 1 день        |     |   |   |   |      |   |   |   |      |   |   |   |        |   |   |   |          |   |   | x |         |   |   |   |
| 6         | <b>Организация вторичного обращения</b>  |               |     |   |   |   |      |   |   |   |      |   |   |   |        |   |   |   |          |   |   |   |         |   |   |   |
| 6.1       | Утверждение отчета об итогах эмиссии эмитентом   | 10 дней       |     |   |   |   |      |   |   |   |      |   |   |   |        |   |   |   |          |   |   |   | x       | x |   |   |

Несмотря на то, что наличие кредитного рейтинга обязательно только в случае осуществления субъектом РФ внешних заимствований, его получение регионом целесообразно и для осуществления внутренних заимствований (причем не только на основе выпуска ценных бумаг). Дело в том, что наличие кредитного рейтинга способствует повышению инвестиционной привлекательности региона в целом. Это усиливает его переговорные позиции при взаимодействии с кредиторами и позволяет объективно определить стоимость заимствований. Кредитный рейтинг обеспечивает более легкий, свободный и стабильный доступ эмитентов к рынкам капитала, снижая при этом для них стоимость привлечения средств и повышая ликвидность их долговых обязательств. В результате на практике для региона, у которого есть кредитный рейтинг, размещение облигаций, к примеру, на 1 млрд руб., может обернуться экономией в миллионы рублей. Рейтинги «работают» и в других случаях. Они повышают инвестиционную привлекательность региона в целом. Инвесторы, которые принимают решения о вложении средств в предприятия того или иного региона, как правило, учитывают рей-

тинговую информацию. Они используют кредитные рейтинги для определения кредитного риска покупаемых или продаваемых ими ценных бумаг с фиксированным доходом. При этом кредитные рейтинги используются ими не только в момент принятия инвестиционных решений. Инвесторы отслеживают изменения рейтингов в течение всего срока обращения интересующих их инструментов. Кредиторы, в том числе инвесторы, также всегда внимательно знакомятся с публикациями и аналитическими материалами рейтинговых агентств, посвященными актуальным проблемам кредитного рынка. Наконец, наличие кредитного рейтинга выступает важным условием привлечения синдицированных кредитов, что способствует диверсификации источников финансирования и снижению стоимости заимствования.

До недавнего времени региональные власти не особо интересовались кредитными рейтингами. За их присвоением обращались в основном субъекты, активно занимающие деньги на рынке (Москва, Подмосковье, Санкт-Петербург, Калужская область, Краснодарский край). Однако в последние несколько лет в связи с позицией Минфина России,

сокращающего финансовую помощь регионам, стимулируя тем самым привлекать деньги с рынка, ситуация постепенно меняется. Более того, в 2012 г. в России наблюдался настоящий «бум рейтингования» субъектов РФ. Сейчас рейтинги по международной шкале от ведущих мировых рейтинговых агентств имеет почти половина российских регионов. Причем некоторые из них — одновременно от двух международных рейтинговых агентств. А с учетом рейтингов, присвоенных субъектам РФ ведущими отечественными рейтинговыми агентствами, число регионов, имеющих кредитные рейтинги, еще более увеличивается.

Рассматривая вопрос о привлечении субъектами РФ финансовых ресурсов на основе эмиссии ценных бумаг, необходимо отметить, что облигационный займ традиционно рассматривается как альтернатива банковскому кредиту. У этих форм заимствования капитала на рынке одинаковое назначение — привлекать заемный капитал. Однако в отличие от банковского кредита выпуск ценных бумаг — это прямое обращение к широкому кругу инвесторов. Отсутствие финансового посредника в виде банка, который сначала аккумулирует свободные денежные средства инвесторов, и лишь только потом перераспределяет их в качестве ссуд, позволяет субъектам РФ получать финансовые ресурсы на более выгодных условиях с точки зрения «стоимости» и «длины» денег [2]. Например, Орловская область в 2013 г. в рамках программы государственных внутренних заимствований планирует привлечь финансовые ресурсы в валюте РФ

в сумме 950 млн руб. под процентную ставку 9,2% годовых на срок 365 дней. В то же время на основе выпуска облигаций Орловская область может привлечь финансовые ресурсы в объеме от 1 до 2 млрд руб. на срок от 3 до 5 лет по ставке от 8,8 до 9,5% годовых.

Однако в отличие от банковского кредита, оформление которого не влечет за собой дополнительных затрат, в случае привлечения финансовых ресурсов на основе эмиссии ценных бумаг у субъектов РФ возникают дополнительные расходы, связанные с организацией и проведением размещения ценных бумаг. В табл. 8 приведены основные затраты финансовых ресурсов, которые возникают у субъекта РФ при осуществлении облигационного займа.

Если к перечисленным расходам еще добавить затраты на получение кредитного рейтинга, которые могут составлять от 450 000 до 1 000 000 руб. в расчете на одно ведущее рейтинговое агентство, а также расходы на поддержание рейтинга в актуальном состоянии, то стоимость заимствований субъектов РФ на основе выпуска облигаций еще более увеличивается. Также следует отметить, что реализация проекта по привлечению финансовых ресурсов на основе эмиссии ценных бумаг в отличие от получения кредита в банке занимает достаточно много времени (до полугода). Если же субъект РФ для эмиссии ценных бумаг будет получать кредитный рейтинг, то процесс затягивается еще на 2—3 мес.

Таким образом, каждая из рассмотренных форм привлечения субъектами РФ финансовых ресурсов на основе рыночных механизмов имеет как плюсы,

Таблица 8

**Основные расходы, связанные с осуществлением облигационного займа субъектом РФ со сроком обращения 5 лет, руб.**

| Показатель   | Объем выпуска облигаций |                  |                  |                  |
|--|-------------------------|------------------|------------------|------------------|
|  | 1 000 000 000           |                  | 2 000 000 000    |                  |
|  | Без НДС                 | С НДС            | Без НДС          | С НДС            |
| Допуск к размещению (комиссия биржи) (208 тыс. руб. + 0,005% от размера превышения объема выпуска на 1 млрд руб., но не более 300 тыс. руб.)   | 208 000                 | 245 440          | 258 000          | 304 440          |
| Листинг (комиссия биржи) (включение в котировальный список А1 — 48 тыс. руб.; поддержание — 12 тыс. руб. в год)  | 108 000                 | 127 440          | 108 000          | 127 440          |
| Комиссия депозитария по эмиссионному счету депо (тариф НРД)  | 220 220                 | 259 860          | 342 524          | 404 178          |
| Вознаграждение организатора (генерального агента) (определяется по итогам конкурса; средний уровень комиссии — 0,1—0,2% от номинальной стоимости (включая НДС); начальная цена контракта 0,5—0,7% (рыночная практика)) | 1271 186                | 1 500 000        | 1 694 915        | 2 000 000        |
| <b>Итого...</b>  | <b>1 807 406</b>        | <b>2 132 740</b> | <b>2 403 439</b> | <b>2 836 058</b> |
| В процентах к номинальной стоимости  | 0,18                    | 0,21             | 0,12             | 0,14             |

так и минусы. Поэтому, делая выбор между ними, субъект РФ должен оценивать все преимущества и недостатки одной и другой формы. При этом необходимо помнить, что масштабное наращивание займов в любой форме увеличивает долговую нагрузку субъектов РФ, что в перспективе может привести некоторые регионы к предбанкротному состоянию. Беспокойство Минфина России уже вызывают регионы, имеющие государственный долг в размере более 50% от своих налоговых и неналоговых доходов. На 01.01.2013 таких регионов оказалось 33. При этом уровень госдолга отдельных регионов приближается к 100%. Наибольший объем госдолга:

- у Москвы — 188,4 млрд руб.;
- Московской области — 97,9 млрд руб.;
- Республики Татарстан — 85,9 млрд руб.;
- Краснодарского края — 73,9 млрд руб.;
- Нижегородской области — 45,8 млрд руб.

Долг составляет:

- в Республике Мордовия — почти 100% от доходов региона;
- в Белгородской области — 84%;
- в Тверской области — 74%;
- в Вологодской области — 92%.

По данным Минфина России, в 2012 г. госдолг и муниципальный долг субъектов РФ вырос на 15,3%, составив 1,171 трлн руб. А в перспективе он станет еще больше, причем только в 2013 г. в 1,5 раза [3].

Поэтому неслучайно в конце 2012 г. эксперты международного рейтингового агентства Standard & Poors заявили, что в условиях падения доходной базы российских регионов, ожидаемого в течение двух ближайших лет, выполнение задач, поставленных Президентом РФ, грозит дефолтом половине субъектов РФ [6].

В заключение необходимо отметить, что развитие государства возможно только в условиях финансового изобилия, поскольку, какие бы планы оно ни строило, в отсутствие денег они так и останутся на стадии благих намерений. Поэтому решение

финансовых проблем российских регионов в настоящее время невозможно без кардинального изменения финансовой политики, и в первую очередь эмиссионной. Это требует прежде всего отказа от нынешнего метода создания рубля (currency board). В противном случае формировать условия развития как России в целом, так и ее регионов в принципе невозможно. Из-за нехватки ресурсов регионы либо не смогут выполнить задач, поставленных Президентом РФ, либо будут вынуждены обеспечивать необходимый темп роста зарплат учителей и врачей за счет секвестра инвестиционных расходов на экономику и ЖКХ. А это чревато замедлением экономического роста, поскольку секвестр госрасходов на 1 руб. порождает неплатежи на 5—6 руб., вызывая разрушение производственно-технологических связей и спад производства [1].

#### Список литературы

1. Глазьев С. Ю. Уроки очередной революции: крах либеральной утопии и шанс на «экономическое чудо». М.: ИД «Экономическая газета». 2011.
2. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива. 1995.
3. Минфин готов снимать губернаторов за долги перед бюджетом. URL: <http://izvestia.ru/news/548674>.
4. Панченкова М. Регионам не хватило на указы. URL: [http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/455191/regionam\\_ne\\_hvatile\\_na\\_ukazy](http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/455191/regionam_ne_hvatile_na_ukazy).
5. После оплаты президентских обещаний в бюджетах регионов появилась дыра на 500 млрд рублей. URL: <http://www.19rus.info/news/99796.html>.
6. Ряду российских регионов грозит дефолт в 2013 г. URL: <http://top.rbc.ru/economics/17/10/2012/674707.shtml>.
7. Фондовый рынок / под ред. Н. И. Берзона: учеб. пособие для вузов экономического профиля. М.: Вита-Пресс. 1998.