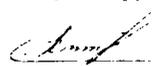


0- 794061

На правах рукописи



Хухия Руслан Анзорович

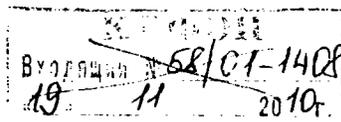
**ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ  
ОБЛИГАЦИОННОГО ДОЛГА СУБЪЕКТА ФЕДЕРАЦИИ**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Волгоград 2010



Работа выполнена в Государственном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Волгоградский государственный университет».

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор  
Русскова Елена Геннадьевна.

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор  
Иванова Татьяна Борисовна;  
кандидат экономических наук  
Овчинцева Светлана Александровна.

Ведущая организация: ГОУ ВПО «Саратовский государственный  
социально-экономический университет».

Защита состоится «03» декабря 2010 года в 14.00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.029.04 при ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет» по адресу: 400062, г. Волгоград, проспект Университетский, 100, аудитория 4-01 А.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет».

Автореферат диссертации размещен на официальном сайте ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет» - <http://www.volsu.ru>.

Автореферат разослан «03» ноября 2010 года.

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000715220

Ученый секретарь диссертационного совета,  
кандидат экономических наук, доцент

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'И.Д. Аникина'.

И.Д. Аникина

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Финансовый менеджмент как совокупность инструментов и приемов управления финансами является важнейшим механизмом реализации экономической политики. До недавнего времени данный термин в российской научной литературе применялся только по отношению к финансам предприятия. Между тем базовые принципы, концепции и инструменты финансового менеджмента имеют достаточно универсальный характер и применимы на уровне государственных и муниципальных финансов. В последнее время в экономической науке появился ряд концепций, в которых обосновывается необходимость применения в сфере публичных финансов, в том числе и государственных, инструментария финансового менеджмента.

Разработка системы финансового менеджмента, обеспечивающего повышение эффективности управления финансовыми потоками, стала сегодня одним из стратегических направлений реформирования бюджетного процесса. В связи с этим в последние десятилетия особое внимание уделяется вопросам оценки результативности предоставления бюджетных услуг, разработке количественных показателей исполнения функций главных распорядителей бюджетных средств, повышению качества межбюджетных отношений, воздействию на кредитоспособность территорий. Важность продолжения работы в этих направлениях была подчеркнута и в бюджетном послании Президента РФ Федеральному Собранию РФ «О бюджетной политике в 2009 – 2011 годах», где указывалось на необходимость повышения качества бюджетного процесса и финансового менеджмента в субъектах Российской Федерации<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Бюджетное послание Президента РФ Федеральному Собранию Российской Федерации от 23 июня 2008 года //Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации, а также см.: приказ от 13 апреля 2009 г. №34н «Об организации проведения мониторинга качества финансового менеджмента, осуществляемого главными администраторами средств федерального бюджета» //Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации, Правительство Российской Федерации Распоряжение от 30 июня 2010 года №1101-р Москва //Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации.

Однако приходится констатировать, что в настоящее время еще не сложилась единая общепризнанная система финансового менеджмента, обеспечивающая повышение эффективности бюджетного процесса. Это обстоятельство требует обязательного уточнения и дальнейшего развития применяемых методик, в том числе и в процессе исследования возможностей использования опыта, накопленного в сфере частных финансов для повышения результативности управления долговыми обязательствами субъекта федерации.

Отсутствие в настоящее время специальных методологических и практических разработок по оценке возможностей использования методов и инструментов финансового менеджмента частного сектора экономики и обусловило актуальность предпринятого исследования, направленного на совершенствование управления долговыми обязательствами субъекта федерации.

**Степень разработанности проблемы.** Возможности применения финансового менеджмента для управления частным сектором экономики с середины XX века рассматривались такими отечественными и зарубежными учеными, как И. Бланк, О. Дранко, Е. Стоянова, Л. Павлова. В настоящее время точку зрения о том, что используемые в корпоративном секторе экономики методы и инструменты могут шире применяться и в области государственных финансов, поддерживают Л. Басовский, Ю. Бригхем, О. Врублевская, Л. Гапенски, Е. Ермакова, Е. Ефремова, В. Катренко, В. Ковалев, Л. Подъяблонская, М. Романовский и другие.

Вопросам внедрения бюджетирования, ориентированного на результат, посвящены работы российских (М. Афанасьев, А. Гукова, И. Подпорина, В. Ракитский, Т. Юткина) и зарубежных (Д. Андерсен, Е. Глэйсер, Л. Хадсон) ученых экономистов.

Существенные результаты получены в исследованиях по проблемам федерального долга – его структуре, динамике, причинах кризисов и последствиях дефолтов. Эти вопросы рассматриваются в трудах Л. Абалкина, А. Гранберга, Р. Гринберга, Б. Ернзкяна, В. Кабацкина, В. Лексина,

А. Некипелова, В. Сенчагова, М. Юдкевич и других исследователей, занимавшихся проблемами государственного долга.

Рассмотрении государственных заимствований с позиции институционального подхода осуществляется в работах А. Дорждеева, Р. Коуза, О. Иншакова, Д. Львова, Д. Норта, А. Шаститко.

В то же время, несмотря на различные аспекты исследования повышения эффективности управления региональными займами, не в полной мере проработаны вопросы возможного применения опыта, накопленного в частном секторе экономики. Все это и определило выбор темы, цели, задачи и структуру диссертационного исследования.

**Цель диссертационного исследования** состоит в разработке теоретико-методологического инструментария финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации для повышения результативности региональных заимствований.

Реализация поставленной цели предполагает решение следующих задач:

- уточнить сущность финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации;
- рассмотреть внешнюю институциональную среду управления субфедеральным облигационным долгом;
- охарактеризовать методы финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации, принимаемые на региональном уровне;
- проанализировать методы финансового менеджмента корпоративных долговых обязательств и возможности их применения в бюджетной сфере;
- предложить направления совершенствования методики финансового менеджмента облигационных обязательств субъекта федерации, обеспечивающие повышение результативности региональных заимствований;
- разработать виды эмиссии и обращения субфедеральных ценных бумаг, обеспечивающих повышение эффективности финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации.

**Объектом диссертационного исследования** выступает облигационный долг субъекта федерации как источник покрытия кассовых разрывов и реализации инвестиционных программ.

**Предметом научного исследования** является совокупность финансовых отношений в процессе управления облигационным долгом субъектов федерации.

**Теоретической и методологической основой диссертационного исследования** послужили труды отечественных и зарубежных ученых-экономистов, фундаментальные и прикладные исследования в области финансового менеджмента предприятий реального сектора экономики, финансовых институтов, регионального экономического развития и регулирования.

В работе используются следующие статистические методы обработки официальных данных и информации, собранной автором при изучении регионального финансового потенциала: метод классификации, статистических группировок, системный подход, выборочного и сплошного наблюдения. В исследовании также применен системный подход к анализу финансового менеджмента государственного долга субъекта федерации.

**Информационно-эмпирическая и нормативная база** исследования представлена аналитическими и статистическими обзорами; нормативно-правовыми актами органов государственной власти РФ, Министерства финансов РФ; справочными материалами, опубликованными в периодической печати и размещенными в справочных правовых системах и сети Интернет; данными федеральной службы государственной статистики, Комитета бюджетно-финансовой политики и казначейства Администрации Волгоградской области, докладов о результатах и направлениях финансовой деятельности структурных подразделений Администрации Волгоградской области.

**Основные положения диссертации, выносимые на защиту:**

1. Для повышения результативности субфедеральных облигационных

заимствований при реализации стратегических и тактических задач региона на финансово безопасном уровне необходим финансовый менеджмент долга, представляющий собой совокупность методов и инструментов, позволяющих реализовать целевые значения доходности, риска, дюрации и ликвидности, выражающиеся в показателях купонной ставки, объема заимствований, сроков погашения.

2. Внешняя институциональная среда финансового менеджмента обязательств субъекта федерации представляет собой систему законодательных актов, принятых на федеральном уровне и регламентирующих только эмиссию облигаций. В связи с этим необходимы дополнительные региональные нормативные акты, устанавливающие методы и инструменты финансового менеджмента облигационного долга при проведении финансовых операций на вторичном рынке, что позволит снизить риск заимствования и проводить активную инвестиционную политику в процессе адаптации первоначальных условий эмиссии к изменившейся социально-экономической ситуации.

3. Классификация методов финансового менеджмента облигационного долга субъектов федерации проведена по видам рынков: для первичного рынка на региональном уровне утверждаются параметры первичного размещения (характеристики ценных бумаг, доходность и сроки обращения), предельные значения размеров долга и расходов на его обслуживание; на вторичном рынке осуществляется контроль государственного долга путем организации мониторинга, ведения учета и отчетности в соответствии с требованиями Бюджетного Кодекса РФ.

4. В отличие от бюджетной сферы, финансовый менеджмент корпоративных долговых обязательств состоит в проведении активных операций на первичном и вторичном рынках, в использовании производных финансовых инструментов, различных форм погашения взаимных требований, секьюритизации активов. Гибкость управления заимствованиями зависит от степени учета изменений внешней среды, которые произошли уже в период обращения облигаций.

5. В целях определения возможностей сокращения стоимости заимствований методика финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации должна быть дополнена расчетами доходности альтернативных схем эмиссии ценных бумаг, в том числе формируемых при секьюритизации, что требует выбора конкретных параметров облигаций на основе интегральной оценки их инвестиционной привлекательности для эмитента и инвестора.

6. Целесообразность эмиссии структурированных облигаций, выпускаемых региональным долговым агентством под гарантии областного бюджета, состоит в повышении результативности заимствований за счет сокращения стоимости, рисков, увеличения объема привлечения дополнительных финансовых ресурсов, направляемых на решение региональных проблем. В связи с большей эффективностью выпуска структурированных ценных бумаг с пропорциональным погашением существует возможность снижения стоимости займа при выпуске облигаций коридорных с пут-опционом, с плавающей ставкой и пут-опционом, с интервальным фондом погашения и пут-опционом.

**Научная новизна** положений, представленных к защите:

– уточнена сущность финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации в части его использования для реализации стратегических и тактических задач территории на финансово безопасном уровне с помощью совокупности методов и инструментов, позволяющих обеспечить поддержание допустимых уровней доходности, риска, ликвидности и дюрации путем управления купонной ставкой, объемами заимствований, сроками погашения;

– обоснована целесообразность ввода региональных методов и инструментов финансового менеджмента для повышения результативности субфедеральных облигационных займов на вторичном фондовом рынке, поскольку их внешняя институциональная среда в виде системы федеральных законодательных актов регламентирует только первичное размещение облигаций;

- систематизированы по видам рынков методы финансового менеджмента облигационных субфедеральных заимствований, существующие в настоящее время в региональном законодательстве (на первичном рынке – оценка предельных ограничений размеров долга, расходов на его обслуживание, параметров эмиссии облигаций, на вторичном – мониторинг обращения заимствований, ведение учета и отчетности в соответствии с требованиями Бюджетного Кодекса Российской Федерации);

– выявлены направления совершенствования финансового менеджмента облигационного долга, не используемые при региональных заимствованиях, но применяемые при управлении корпоративными долговыми обязательствами, состоящие в применении производных ценных бумаг, досрочном выкупе и/или погашении, секьюритизации задолженности;

– конкретизирована методика управления долговыми обязательствами субъекта федерации за счет введения оценки и сопоставления стоимости различных способов формирования долга, в том числе при секьюритизации облигационных заимствований, и интегральной оценки инвестиционной привлекательности эмиссии для инвестора и эмитента;

– для расширения объема привлекаемых заемных средств, направляемых на решение региональных проблем, обоснована целесообразность эмиссии облигаций с пут-опционами (коридорные, с плавающей ставкой, с интервальным фондом погашения), структурированных с пропорциональным погашением, выпускаемых специализированным региональным долговым агентством под гарантии областного бюджета.

**Теоретическая и практическая значимость результатов исследования.** Теоретическая значимость диссертационного исследования состоит в развитии финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации. Полученные в ходе исследования выводы и рекомендации, а также ряд авторских положений, могут быть использованы для:

- формирования обобщающей оценки достигнутого состояния финансового менеджмента долговых обязательств субъекта федерации и направлений его развития в рамках совершенствования бюджетного процесса;
- выработки государственными и муниципальными органами управления комплекса мероприятий, повышающих эффективность финансового менеджмента региональных заимствований;
- разработки и обновления программ по переподготовке и повышению квалификации государственных служащих, специалистов органов местного самоуправления.

**Апробация результатов исследования.** Основные результаты исследования сообщались на всероссийских (Петрозаводск, 2008) и региональных (Волгоград, 2009) научно-практических конференциях, публиковались в научных изданиях.

Теоретические выводы, методические и практические рекомендации нашли применение в аналитической работе Комитета бюджетно-финансовой политики и казначейства Администрации Волгоградской области, а также используются в учебном процессе ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет» при преподавании учебных дисциплин «Управление государственным и муниципальным долгом», «Муниципальные и региональные финансы».

**Публикации результатов исследования.** Основные положения диссертации изложены в 7 публикациях общим объемом 4,3 п.л. (авторский вклад – 3,8 п.л.), в том числе две статьи в изданиях, рекомендованных ВАК.

**Объем и структура работы.** Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы (143 наименования), 7 приложений. Диссертация изложена на 198 страницах, содержит 25 таблиц, 14 рисунков.

*Во введении* обосновывается актуальность темы, характеризуется степень научной разработанности проблемы, определяются объект, предмет, информационно-эмпирическая и нормативная базы, методы, цели и задачи

исследования, раскрывается научная новизна диссертации и практическая значимость, формулируются положения, выносимые на защиту, приводятся сведения об апробации результатов исследования.

*В первой главе «Сущность и основные элементы финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации»* уточнены понятия финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации, исследована внешняя институциональная среда его реализации, обобщены существующие разработки и практика финансового менеджмента региональными системами управления субфедеральным долгом.

*Во второй главе «Финансовый менеджмент корпоративных долговых обязательств и возможности его применения в бюджетной сфере»* проанализированы методы и инструменты финансового менеджмента, применяемые в реальном и финансовом секторах корпоративных финансов, оценена возможность их применения для управления субфедеральными долговыми обязательствами.

*В третьей главе «Развитие финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации»* предложены направления совершенствования механизма управления долговыми обязательствами субъекта федерации и обоснован комплекс мер по развитию организационных основ финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации на основе опыта, накопленного в сфере корпоративных финансов.

*В заключении* представлены основные результаты исследования, сформулированы выводы и рекомендации научного и практического характера.

## **ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ**

**Сущность финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации.** Разработка системы финансового менеджмента, обеспечивающего повышение эффективности управления финансовыми потоками, стала в настоящее время одним из стратегических направлений реформирования

бюджетного процесса, в том числе и регионального облигационного заимствования, что предполагает четкое определение сущности финансового менеджмента облигационного долга субъекта федерации.

На федеральном уровне в РФ, в региональных законодательных актах отсутствует единое определение понятия «управление региональным долгом». Наиболее общим официальным определением можно признать лишь то, которое содержится в Наставлениях по управлению государственным долгом, подготовленных сотрудниками Международного валютного фонда и Всемирного банка. В научной литературе определения управления государственным долгом даются в работах О. Врублевской, Е. Ефремовой В. Катренко, Л. Подъяблонской и М. Романовского.

Общими элементами определений управления (финансового менеджмента) долга субъекта федерации являются цель и параметры, на которые необходимо воздействовать для достижения цели. В качестве последних в указанных выше источниках предлагаются: поддержание объема долга на экономически безопасном уровне; обеспечение необходимого уровня финансовых ресурсов, удовлетворение потребностей правительства в финансировании и выполнение его обязательств по платежам при наименьших затратах в средне- и долгосрочной перспективе при разумной степени риска.

Представляется, что целесообразнее всего объединить указанные цели. Это объясняется тем, что наиболее простым способом поддержания объема долга на экономически безопасном уровне является полный отказ от заимствований, что с точки зрения эффекта, который позволяет получить широко используемый в менеджменте финансовый рычаг, идет вразрез с наработанными в мировой практике способами управления финансами. Обеспечение необходимого уровня финансовых ресурсов или привлечение необходимой для финансирования суммы, напротив, может привести территорию к банкротству, если не ставить себе целью финансирование в пределах безопасного уровня. Такое ограничение процесса заимствования

корреспондирует со снижением расходов на обслуживание долга, причем указывается, до какого уровня требуется их сокращать.

Параметры, на которые необходимо воздействовать для достижения цели заимствования, связаны с их характером. Любой объект, обеспечивающий формирование долгового финансового потока, предполагает обеспечение определенных (соответствующих экономическим интересам указанных субъектов) параметров – доходности, риска, ликвидности, дюрации. В то же время в последние годы при разработке принципов управления финансовыми потоками дюрации уделяется особое внимание. Это связано с тем, что при финансовом планировании важно получить денежные средства не только определенного объема, но и в необходимое время.

Основными отличиями определений управления долгом субъекта федерации, приведенных в вышеуказанных источниках, является круг объектов заимствования: от включения в него только государственных ценных бумаг до его открытого списка. Последнее, на наш взгляд, представляется более правильным, так как это позволяет сформировать общие подходы к управлению региональным долгом, что обеспечивает оценку целесообразности альтернативных форм привлечения заемных средств. Следовательно, сущность финансового менеджмента для облигационного долга субъекта федерации является разновидностью общего подхода к финансовому управлению региональными обязательствами, который отличается конкретной формой займа.

Таким образом, под финансовым менеджментом облигационного долга субъекта федерации предлагается понимать методы и инструменты, обеспечивающие объем заимствований, достаточный для реализации стратегических и тактических задач региона на экономически безопасном уровне при целевых значениях доходности, риска, ликвидности и дюрации.

**Внешняя институциональная среда финансового менеджмента облигационных обязательств субъекта федерации.** Внешняя институциональная среда финансового менеджмента облигационного долга

субъекта федерации представляет собой правовые акты, принятые на федеральном и международном уровнях. К ним относятся:

– на федеральном уровне – Конституция РФ, Бюджетный Кодекс РФ, Гражданский кодекс РФ, Федеральный закон № 136-ФЗ от 29.07.1998 «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»;

– на международном уровне – документы Всемирного Банка и Международного валютного фонда, носящие рекомендательный характер (Developing the domestic government debt market: from diagnostic to reform implementation; Guidelines for public debt management: accompanying documents; Scope for cost minimization in public debt management).

На основе исследования внешней институциональной среды финансового менеджмента государственного долга субъекта федерации в диссертации предложен алгоритм финансового менеджмента государственных субфедеральных заимствований (рисунок 1).

Существующий в рамках федерального и регионального законодательства подход содержит ряд недостатков, к наиболее серьезным из которых можно отнести следующие:

1) действующее бюджетное законодательство дает только направления, а не конкретную методику управления долгом на региональном уровне;

2) содержащиеся в различных нормативно-правовых документах особенности финансового управления противоречат друг другу, что осложняет практическую реализацию законодательных моделей и создает возможности для нарушения финансового законодательства как на федеральном, так и на региональном уровнях;

3) ряд пунктов российского финансового законодательства, посвященных финансовому управлению региональными финансами, не отражает специфики финансового менеджмента в современных условиях (т.е. не учитывается влияние инфляции на стоимость долговых обязательств, не применяются индикативное

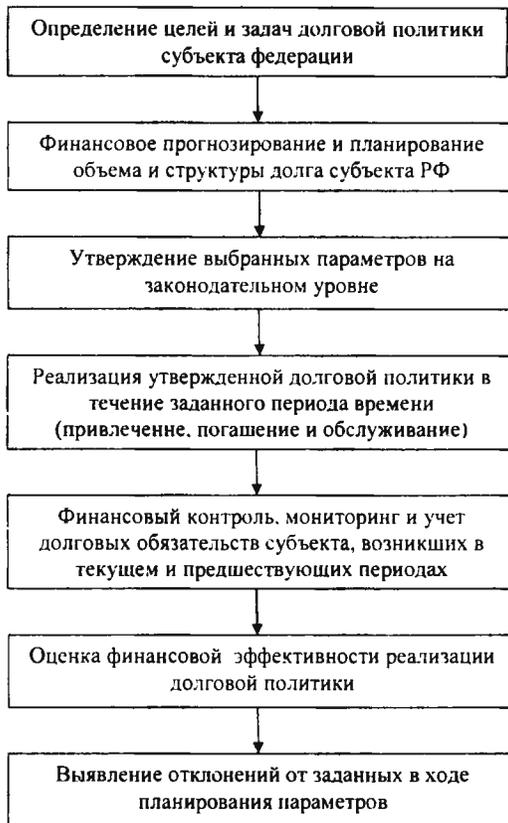


Рис.1. Последовательность этапов финансового менеджмента субфедеральных заимствований.

Источник: составлено автором по: Бюджетный Кодекс РФ. Ст. 99, 106, 107.

планирование и планирование по целям, не разработан механизм мониторинга достигнутых результатов в рамках долговой политики и т.д.);

4) методы и инструменты федеральных законодательных актов регламентируют первичное размещение облигаций и не рассматривают проведение активных операций на вторичном рынке.

Следовательно, для повышения качества финансового управления долгом на региональном уровне необходимо как совершенствование его внешней институциональной среды, так и принятие субъектами федерации

дополнительных нормативных актов, регламентирующих управление процессами заимствования в отдельных регионах.

**Состояние финансового менеджмента облигационного долга субъектов федерации.** Финансовый менеджмент облигационного долга субъектов федерации представляет собой систему методов организации заимствований, закрепленных в нормативных актах, принятых органами управления конкретной территории. Он включает в себя совокупность стратегических, тактических и оперативных мероприятий, осуществляемых на региональном уровне, связанных с планированием, обслуживанием, погашением долговых обязательств, а также контролем и анализом за этими видами деятельности в целях наиболее эффективного решения социально-экономических задач, стоящих перед государством и регионами.

Современный финансовый менеджмент субфедеральных долговых обязательств находится на этапе становления. Проведенный анализ показал, что действующие в этой области в настоящее время системы состоят из следующих основных элементов:

- оценка возможной величины заимствования (этот элемент введен в действие преимущественно в виде расчета предельных величин долга);
- расчеты по структуре долга (используются только в ряде областей, например, планирование прямых долговых обязательств проводится по таким направлениям, как заимствования на покрытие коротких кассовых разрывов регионального бюджета; под капитальные расходы, в том числе инвестиционные проекты; на рефинансирование уже существующих обязательств);
- ведение учета и отчетности в соответствии с требованиями Бюджетного Кодекса РФ.

Вместе с тем для повышения качества системы финансового менеджмента долговых обязательств необходимо предусмотреть:

- 1) проведение периодических аналитических процедур по данным объема и структуры регионального долга;

2) разработку конкретных механизмов достижения указанных приоритетных направлений в сфере управления госдолгом области;

3) обоснование существующих количественных ограничений на объем долга и расходов на его обслуживание;

4) приведение механизма расчета долгоемкости;

5) использование обязательного обеспечения для государственных гарантий;

6) использование опыта финансового менеджмента корпоративных долговых обязательств.

**Направления использования опыта финансового менеджмента корпоративных долговых обязательств для применения в бюджетной сфере.** Управление долговыми обязательствами частных компаний предполагает определение объема, структуры и сроков привлекаемых ресурсов. При невозможности в срок и в полном объеме погасить долговые обязательства в коммерческом секторе экономики разработаны различные формы реструктуризации. К таковым относятся: отсрочка и рассрочка платежей путем изменения срока погашения долгового обязательства, взаимозачет, факторинг, создание встречной задолженности, реоформление задолженности в вексельные обязательства (займы), соглашение об отступном, освобождение от уплаты долга взамен пакета акций организации, уступка требования долга, продажа дебиторской задолженности кредитору, добровольная передача кредитору имущества должника, перевод краткосрочных обязательств в долгосрочные, отказ организации-должника от исполнения обязательств по договорам, секьюритизация имеющихся долговых обязательств путем конвертации всех видов долговых обязательств акционерных обществ в ценные бумаги и выход на фондовый рынок.

Однако не все указанные методы финансового менеджмента долговых обязательств детально разработаны в российском законодательстве и получили широкое применение. Как показал анализ, особенно мало операций проводится по секьюритизации обязательств.

В диссертационном исследовании проанализированы различные схемы проведения секьюритизации, применяемые в мировой практике для управления облигационными займами, – германская (банковская) и американская (SPV), в том числе исследованы различные формы реализации схемы SPV: создание пулов, формируемых специализированными агентствами, различные виды структурирования (последовательные структуры (Sequential Structures), структуры с Z-бондом (Accrual, или Z-bond), структуры с Accretion-Direct-бондами, PAC (Planned Amortization Class) и TAC (Targeted Amortization Class), IO (Interest Only) и PO (Principal Only) структуризация). Сравнительно недавно появились и особые разновидности облигаций – ноты в виде credit linked note (CLN). В зависимости от финансового состояния заемщика и целей, которые он преследует, управление долгом включает в себя направления: а) выкуп долга с рынка; б) изменение условий обращающихся выпусков; в) инструменты реструктуризации облигаций при дефолте или его угрозе.

Альтернативой непубличному выкупу является публичный выкуп бумаг с рынка путем выставления оферты. Его преимущество заключается в возможности выкупа существенного объема бумаг с рынка. Изменение условий существующих выпусков облигаций связано с получением согласия держателей облигаций на изменение ограничительных условий (ковенант). Для повышения вероятности успеха получение согласия может сопровождаться выкупом облигаций (consent solicitation with exit consent). В этом случае инвесторы, продавшие облигации эмитенту, считаются проголосовавшими за изменение.

В практике государственного управления долгом уже используются отдельные элементы выше перечисленных методов управления государственным долгом. Так, применяются схожие методы реструктуризации государственного и корпоративного долга: конверсия, консолидация, унификация, отсрочка погашения и аннулирование займов.

Определенный интерес с точки зрения переноса с корпоративного опыта управления долговыми обязательствами на государственный может представлять такой инструмент, как взаимозачет взаимных требований, в том

числе в обмен задолженностей предприятий перед бюджетом по налогам и штрафам, хотя российский опыт 90-х годов, связанный с ограничением выпуска «живых» денег и заменой их суррогатами, наглядно продемонстрировал возникающие при этом проблемы.

Среди интересных наработок по управлению заимствованиями, не применяемых государством достаточно широко, целесообразно внедрять опыт секьюритизации с применением SPV. Его значимость в кризисный период повышается в связи с возможностью использования для финансирования инфраструктурных проектов регионов. С точки зрения учета кредитных рисков полезно применять практику выпуска нот, обеспеченных определенными видами доходов бюджета.

**Методика финансового менеджмента облигационной долговой политики субъекта федерации.** В работе обосновано, что финансовый менеджмент облигационных долговых обязательств субъекта федерации целесообразно осуществлять по этапам, представленным на рисунке 2.

Для решения задач первого этапа автором дополнены и уточнены показатели, предлагаемые в работах З. Воробьевой, М. Ефимова (Рисунок 3).

Реализация 2, 3 и 4 этапов финансового менеджмента субфедерального долга является в настоящее время наиболее разработанной, так как в обязательном порядке определяются объем заимствований и их основные параметры, обобщение которых приведено в таблице 1.

Этапы 5, 6, 7 предложенной методики финансового менеджмента субфедеральных займов основаны на расчетах риска, доходности, ликвидности и описаны такими зарубежными и отечественными авторами, как А. Дорждеев, Н. Кисилева, С. Манн, Г. Подшиваленко и Ф. Фабоцци.

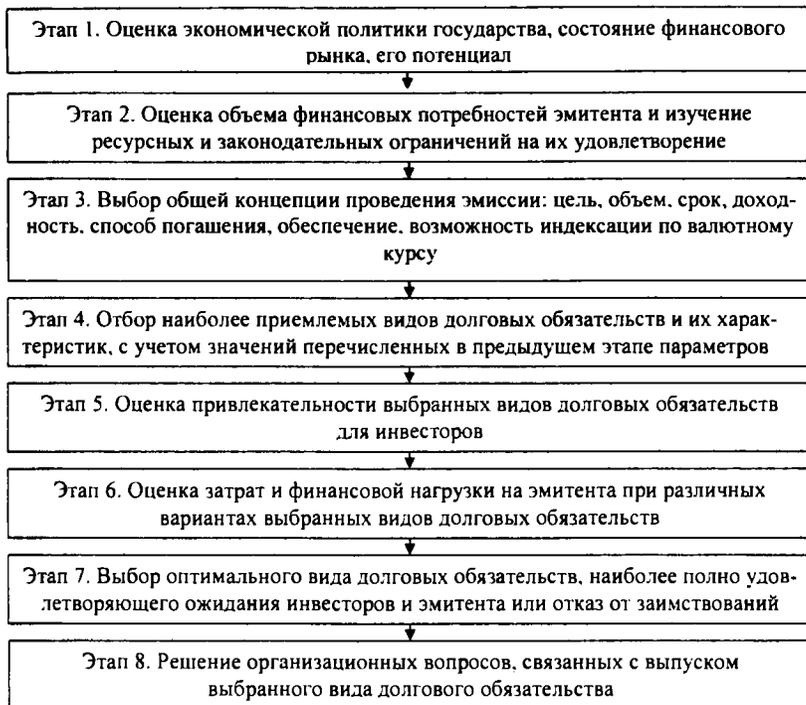


Рис. 2. Этапы финансового менеджмента облигационных долговых обязательств на субфедеральном уровне

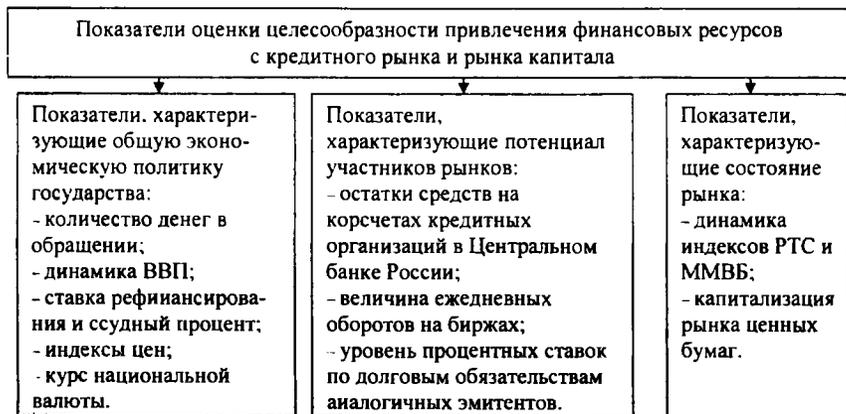


Рис. 3. Показатели оценки целесообразности привлечения финансирования с кредитного рынка и рынка капитала

Таблица 1. Классификация субфедеральных долговых обязательств в зависимости от параметров их эмиссии.

Параметр	Виды облигации
Цель займа (Ц)	Покрытие кассовых разрывов (ПР) Инвестиционные цели (ИЦ) Рефинансирование ранее привлеченных долговых обязательств (РФ)
Срочность (С)	Краткосрочные – до 1 года (КС) Среднесрочные – от 1 года до 5 лет (СС) Долгосрочные – от 5 до 10 лет (ДС)
Платность (Д)	Процентные (купонные) (КП) Дисконтные (бескупонные) (БК)
Способ погашения (П)	Единовременно (ЕВ) Равными платежами в течение срока обращения (РП) Разными по сумме платежами (РС)
Обеспечение (О)	Обеспеченные (ОБ) Необеспеченные (НО)
Валюта займа (В)	Рублевый (РУ) Индексируемый (ИН)

На 7 этапе предложенного алгоритма финансового менеджмента представляется целесообразным оценить соотношения оптимального уровня риска, доходности и ликвидности для инвестора и денежного потока для бюджета, так как это позволит определить характеристики спроса и предложения разрабатываемой формы заимствования.

Окончательно выбор конкретной формы облигационного долга предлагается делать на основе интегральной оценки привлекательности, рассчитанной по формуле:

$$I = P_{и} \times k_{и} + P_{э} \times k_{э}, \quad (1)$$

где:  $I$  – интегральная оценка привлекательности рассматриваемого долгового обязательства;

$P_{и}$  – привлекательность рассматриваемого долгового обязательства для инвестора;

$P_{э}$  – привлекательность рассматриваемого долгового обязательства для эмитента;

$k_{и}$  – весовой коэффициент значимости показателя  $P_{и}$  для инвестора;

$k_{э}$  – весовой коэффициент значимости показателя  $P_{э}$  для эмитента.

Привлекательность долгового обязательства для эмитента и инвестора определяется на основе рейтинговой оценки, проводимой методом сопоставления параметров (см. таблицу 1) каждого отдельного вида эмиссии субфедеральных облигаций и суммирования мест, занимаемых ими в рейтинге. Коэффициенты  $k_{и}$  и  $k_{э}$  устанавливаются экспертно и могут изменяться в зависимости от потребности эмитента в финансировании.

Последним этапом в проведении финансового менеджмента долговых

обязательств на субфедеральном уровне является решение организационных вопросов, связанных с выпуском выбранного вида долгового обязательства. Размещение долговых обязательств может осуществляться непосредственно администрациями регионов или специальными финансовыми институтами (банками, специализированными агентствами). В мировой практике принято создавать специализированные региональные долговые агентства, которые эмитируют облигации, что позволяет расширять объемы дополнительно привлекаемых консолидированными бюджетами территорий финансовых средств и сокращать стоимость региональных заимствований.

### Определение параметров эмиссии облигаций субъекта федерации.

Рассмотрим возможности применения финансового инжиниринга для повышения эффективности региональных заимствований на примере Волгоградской области. Структура государственного долга Волгоградской области за 2009 – 2010 годы и прогноз на 2011 год представлена в таблице 2.

Таблица 2. Структура государственного долга Волгоградской области в 2009–2010 гг. и прогноз на 2011 г., тыс. руб.

Вид заимствования	2009	2010	2011
Государственные ценные бумаги	380 000,0	80 000,0	200 000,0
Привлечение средств (предельный объем эмиссии)	1 010 000,0	1 010 000,0	1000 000,0
Погашение основной суммы долга	630 000,0	930 000,0	800 000,0
Кредиты кредитных организаций	2 499 790,0	2 103 590,1	-454 444,6
Привлечение средств	4 000 000,0	5 977 304,9	5 522 860,3
Погашение основной суммы долга	1 500 210,0	3 873 714,8	5 977 304,9
Кредиты, привлекаемые от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации	-14 000,0	-12 918,0	
Привлечение средств	400 000,0	400 000,0	400 000,0
Погашение основной суммы долга	414 000,0	412 918,0	400 000,0
Кредиты международных финансовых организаций	-46 100,2	-46 555,0	-47 840,0
Привлечение средств			
Погашение основной суммы долга	46 100,2	46 555,0	47 840,0

Источник: Закон Волгоградской области от 10.12.2008 г. № 1810-ОД «Об областном бюджете на 2009 год и на плановый период 2010 и 2011 годов». Приложения 35. 36.

Заемствования в виде выпуска облигаций занимают по объему эмиссии и выплатам второе место среди долговых обязательств, что подтверждает важность снижения стоимости заимствований за счет совершенствования финансового менеджмента.

В работе обосновано, что с учетом ситуации, которая в настоящее время сложилась на рынке, а также макроэкономических показателей, характеризующих экономическую политику, наименее рискованными, а, следовательно, наиболее востребованными для институциональных инвесторов окажутся следующие виды облигаций: коридорные с пут-опционом, с плавающей ставкой и пут-опционом, с интервальным фондом погашения на принципах пут-опциона.

Как обосновано в диссертации, наиболее привлекательными для инвестора могут оказаться две последние, для бюджета принятие решения зависит от прогнозируемой формы инфляции (таблица 3).

Изменение форм проведения долговой политики субъектом федерации может активизировать и финансовые рынки муниципалитетов. В настоящее время стоимость заимствований на фондовом рынке является для них более дорогой, чем для субъектов федерации. Так, для Волгограда она в предыдущие годы была в среднем на 1,53% выше, чем для областного бюджета. В связи с этим предлагается создать на территории Волгоградской области специальное региональное долговое агентство, которое будет покупать обязательства муниципалитетов и выпускать под них облигации. Участие Администрации Волгоградской области в деятельности агентства путем гарантирования выпускаемых им обязательств позволит повысить рейтинг выпускаемых им облигаций до уровня близкому к рейтингу облигаций самой области, а следовательно, удешевит стоимость заимствований минимум на 1–1,5 процентных пункта.

Таблица 3. Расчет расходов бюджета при эмиссии различных видов облигаций.

Вид облигации	Размер платежа по периодам (полугодие), млн.руб.						Общие расходы, млн.руб.
	1	2	3	4	5	6	
При растущих темпах инфляции							
Темп инфляции за год, %	9,0	9,0	11,9	11,9	14,1	14,1	
Облигации с плавающей ставкой и пут-опционом	45,0	45,0	59,5	59,5	70,5	170,5	1 350,0
Облигации с интервальным фондом погашения на принципах пут-опциона	0	431,6	0	431,6	0	431,6	1 295,0
При неустойчивых темпах инфляции							
Темп инфляции за год, %	11,7	11,7	10,9	10,9	9,0	9,0	
Облигации с плавающей ставкой и пут-опционом	58,5	58,5	54,5	54,5	45,0	45,0	1 316,0
Облигации с интервальным фондом погашения на принципах пут-опциона		464,5		464,5		464,5	1 393,6

Анализ эффективности различных видов облигаций показал, что региональному долговому агентству целесообразно выпускать структурированные облигации. Проведенные в работе расчеты их эмиссии при обеспечении гарантиями Администрации Волгоградской области на основе активов, сгруппированных из муниципальных займов с доходностью в 12%, позволили установить, что наиболее выгодными являются выпуски с пропорциональным, а не последовательным погашением. При сопоставлении их параметров, например, во втором купонном периоде по сравнению с первоначальными одинаковыми характеристиками выпуска (см. таблицу 4) видно, что эмиссия пропорциональных структурированных облигаций

позволяет снизить цену заимствования, выплатить меньшие суммы купонных платежей по второму и третьему траншам, и более высокие – по четвертому, традиционно выкупаемому самим бенефициаром.

Таблица 4. Сопоставление параметров эмиссии структурированных облигаций, обеспеченных гарантиями Администрации Волгоградской области

Параметры сопоставления	Начальные	Виды погашения эмиссии	
		Последовательное	Пропорциональное
1. Средневзвешенный купон, %	10.11	10.17	9.85
2. Купонные платежи по траншам, млн.руб.:			
- первому	3.150	2.925	2.965
- второму	0.900	0.900	0.847
- третьему	0.750	0.750	0.375
- четвертому (выкупается в пользу бенефициара)	1.200	1.125	1.513

За счет снижения общей суммы купонных платежей по более дорогим нижним траншам увеличивается суммарный избыточный доход, служащий первым рубежом защиты инвесторов и определяющий эффективность сделки для бенефициара. В проведенных расчетах при отсутствии дефолтов по портфелю суммарный доход бенефициара (купон младшего транша) по сделке в случае пропорционального погашения составил 20,219 млн. руб., тогда как в случае последовательного погашения – 7,725 млн. руб. В то же время это делает выпуск облигаций более рискованным, так как более ранняя амортизация младших траншей снижает защиту старших от экстремально больших потерь по портфелю, если такие произойдут, например, в случае значительного ухудшения общей экономической ситуации. В целом, для регионального долгового агентства с гарантиями Администрации Волгоградской области более целесообразна эмиссия структурированных ценных бумаг с пропорциональным погашением.

Таким образом, развитие методов финансового менеджмента субфедеральных долговых обязательств в настоящий момент невозможно без внедрения новых финансовых инструментов, способных сделать процесс

управления более эффективным с финансовой точки зрения. Преимуществом обоснованной в работе методики является ее гибкость, допускающая возможность ее пополнения новыми шагами в случае меняющейся финансовой ситуации.

## **СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

### *Статьи в журналах, рекомендованных ВАК РФ*

1. Хухия, Р.А, Алмосов, А.П. Перспективы использования элементов финансового инжиниринга в финансовом менеджменте государственным долгом Российской Федерации / Р.А. Хухия // **Финансы и кредит.** 13(397). – 2010 апрель. – С. 23-32 (1 п.л./0,5 п.л.).

2. Хухия, Р.А. Финансовый менеджмент государственного долга субъекта РФ / Р.А. Хухия // **TERRA ECONOMICUS.** – 2009. – Т.7. – №2 (часть третья). – С.197–199 (0,6 п.л.).

### *Статьи и тезисы, опубликованные в других изданиях*

3. Хухия, Р.А. Сущность и внешняя институциональная среда финансового менеджмента государственного долга субъекта федерации / Р.А. Хухия // **Научный вестник ВАГС. Серия: Экономика.** – 2009. – № 2. – С. 87-91 (0,7 п.л.).

4. Хухия, Р.А. Использование опыта финансового менеджмента корпоративных долговых обязательств в бюджетной сфере / Р.А. Хухия // **Экономика и финансы.** –2010. – №5 (173) май. – С. 50-55 (0,5 п.л.)

5. Хухия, Р.А. Финансовый менеджмент государственного долга субъекта федерации как фактор региональной интеграции / Р.А. Хухия // **Управление региональными системами: интеграционный подход, факторное обеспечение, методы, модели: всероссийская науч.-практ. конф. (2009, Волгоград): Всероссийская научно-практическая конференция «Управление региональными системами: интеграционный подход, факторное обеспечение, методы, модели», 26-27 ноября 2009 г. [материалы].** – Волгоград: Изд-во ФГОУ ВПО ВАГС, 2009. – С. 224-226 (0,5 п.л.) (при финансовой поддержке РГНФ в рамках гранта 09-02-20280Г/В).

6. Хухия, Р.А. Направления развития финансового менеджмента субфедеральных обязательств/ Хухия Р.А. // Управление государственным региональным долгом: теория и практика, Четвертая региональная науч.-практ. конференция «Управление государственным региональным долгом: теория и практика», 11 ноября 2009 года.: [материалы] / отв. ред. С.Б. Левинсон [и др.] – Волгоград, Изд-во ФГОУ ВПО ВАГС, 2009. – С. 169-173 (0,5 п.л.).

7. Хухия, Р.А. Проблемы решения социально-экономических и финансовых задач муниципальных образований Российской Федерации / Р.А. Хухия // VIII-я научно-практическая конференция «Проблемы совершенствования бюджетной политики регионов и муниципалитетов». – Петрозаводск, 2008. –С. 232-235 (0,5 п.л.).

10 2