

**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ  
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА**

Научные труды № 22Р

**Эндрю Добсон**

**ДОЛГ И ИНВЕСТИЦИИ  
ДЛЯ СУБЪЕКТОВ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Апрель  
2000 года

# **Институт экономики переходного периода**

Основан в 1992 г.

Учредитель: Академия народного хозяйства при

Правительстве РФ

ISBN 5-93255-023-6

Лицензия на издательскую деятельность № ЛР 021018

от 09 ноября 1995 г.

103918, Москва, Газетный пер., 5

Тел. (095) 229–6413, FAX (095) 203–8816

**E-MAIL** – root@iet.ru, **WEB Site** – <http://www.iet.ru>

Институт экономики переходного периода

© **Институт экономики переходного периода, 2000.**

# Содержание

<b>ОСНОВНЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ПОЛИТИКЕ</b> .....	7
<b>ВВЕДЕНИЕ И ОСНОВНЫЕ ЗАДАЧИ</b> .....	10
<b>КРАТКОЕ ИЗЛОЖЕНИЕ И ВЫВОДЫ</b> .....	16
Краткий обзор международной «Лучшей практики» в управлении бюджетом .....	16
Долг в Российской Федерации .....	18
Инвестиции в Субъектах Российской Федерации.....	21
<b>ЗАПАДНЫЙ «ОБРАЗЕЦ»</b> .....	24
Роль «Лучшей практики».....	25
Бюджет в целом .....	29
Долг и инвестиции.....	31
<b>РОССИЙСКАЯ ДЕЙСТВИТЕЛЬНОСТЬ</b> .....	46
Бюджет и отчетность.....	46
Долг.....	52
Фактическое положение дел в сфере инвестиций и финансирования.....	56
<b>СХЕМА ЗАЕМНОГО И ИНВЕСТИЦИОННОГО ЦИКЛА</b> .....	66
<b>ЗАЕМНЫЙ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ЦИКЛ</b> .....	67
<b>КОММЕНТАРИИ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО УПРАВЛЕНИЮ ДОЛГОМ</b> .....	76
Роль модели планирования.....	77
А. Определение всех обязательств, их объема и сроков .....	79
Б. Определение способа выполнения обязательств .....	84
В: Идентификация рисков долга.....	85
Другие риски.....	90

Г: Выбор новых инструментов заимствования.....	92
Д. Будущая долговая емкость.....	97
Значение «портфельного» подхода к долговым решениям .....	97
<b>ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПЛАН И ПРОЦЕСС .....</b>	<b>103</b>
<b>    КОНКРЕТНЫЕ ЗАДАЧИ И ТЕХНИЧЕСКАЯ     ПОМОЩЬ.....</b>	<b>103</b>
1. Бюджет и процесс финансового планирования.....	103
2. Инвестиционная стратегия и политика .....	104
3. Оценка проектов .....	107
4. Отбор инвестиционных проектов .....	109
5. Внедрение.....	111
6. Последующий анализ.....	112
7. Содействие инвестициям .....	113
8. Финансирование .....	115
<b>    МОДЕЛЬ ОТБОРА ИНВЕСТИЦИЙ     ПО РАЗЛИЧНЫМ КАТЕГОРИЯМ .....</b>	<b>117</b>
Стратегия выбора между различными категориями инвестиций.....	120
Результаты предлагаемого подхода.....	122
<b>    СТИМУЛИРОВАНИЕ ВНЕБЮДЖЕТНЫХ     ИНВЕСТИЦИЙ .....</b>	<b>126</b>
Гарантии .....	126
Внебюджетные внерисковые структуры.....	131
<b>ПЛАН ПО ДОЛГУ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПЛАН .....</b>	<b>136</b>
<b>    ПОЯСНЕНИЯ К ЭЛЕКТРОННОЙ ТАБЛИЦЕ .....</b>	<b>136</b>
Сводные таблицы .....	136
План по долгу.....	137
Инвестиционный компонент .....	138
Основные задачи модели .....	139
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ .....</b>	<b>141</b>

# ОСНОВНЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ПОЛИТИКЕ

- Законодательные и дополнительные стандарты

⇒ Эффективное управление требует более высоких стандартов, чем те, что установлены законодательством на минимальном уровне, причем в дополнение к ним, а не вместо них («Лучшая практика»).

- Бюджет

Эффективное управление долгом и инвестициями требует:

⇒ консолидации всех данных по стоимости и обязательствам бюджета в консолидированной бюджетной и управленческой отчетности (в РФ в настоящее время зачастую неполной);

⇒ использования учета по методу соответствия, а не только в кассовом формате;

⇒ подготовки интегрированного многолетнего финансового плана как части бюджетного цикла, с включением всех текущих потоков, долга и инвестиций, на весь срок действия долговых и инвестиционных обязательств;

⇒ казначейского исполнения бюджета для улучшения взаимосвязи между операциями и учетом; для централизации управления долгом и сверки потоковых данных с балансовыми.

- Долг

⇒ Весь объем обслуживания долга (выплата процентов и погашение основной суммы) должен покрываться за счет текущих доходов на момент платежа; если это невозможно, то не следует привлекать заемные средства;

⇒ обслуживание долга не должно зависеть от рефинансирования или продажи активов;

⇒ необходим детальный план по долгу (привлечение новых займов, стоимость, погашение как часть интегриро-

ванного финансового плана с четкой централизованной ответственностью за все обязательства бюджета;

- ⇒ управление долгом, его использованием на инвестиционные цели, погашением за счет текущих потоков и связанным с долгом нормативными соотношениями бюджета должно осуществляться централизованным образом и на портфельной основе (из расчета годовых объемов), а не по отдельным операциям;
- ⇒ дорогие, краткосрочные, высокорисковые заемные средства не имеют большой ценности; основными задачами региональных заимствований должно стать удлинение сроков погашения и определенность стоимости;
- ⇒ пока не будет стабильной юридической и экономической среды и соответствующих инструментов хеджирования, рисками лучше всего управлять с помощью диверсификации.

- Инвестиции

- ⇒ Инфраструктура дезинтегрирована; и без того ограниченные ресурсы могут быть растрочены впустую при отсутствии координированной инвестиционной стратегии и инвестиционного компонента интегрированного финансового плана с обозначением приоритетов для всех компонентов бюджета;
- ⇒ Отбор и финансирование инвестиционных проектов, как и планирование обслуживания долга следует осуществлять на портфельной основе, а не по отдельным операциям (за исключением проектов, по которым бюджет не несет ответственности);
- ⇒ Распределение инвестиций согласно социальным, экономическим и коммерческим целям может быть политически обосновано и открыто; распределение инвестиций в рамках каждой из категорий должно осуществляться на основании согласованных объективных приоритетов, критериев и тестов;

- ⇒ Социальные проекты могут быть осуществлены только за счет государственных бюджетных средств, в то время как коммерческие проекты могут финансироваться за счет частного капитала. Коммерческие проекты не должны поглощать все финансовые возможности бюджета (в большинстве стран доля участия бюджетных средств в коммерческих проектах очень низкая);
- ⇒ Создание среды, способствующей привлечению частного капитала в инфраструктурные проекты, является одним из основных путей высвобождения бюджетных средств для последующего их направления на необходимые социальные инвестиционные потребности.

## ВВЕДЕНИЕ И ОСНОВНЫЕ ЗАДАЧИ

В данной работе рассматриваются проблемы, связанные с долгом и инвестициями в контексте бюджетов субъектов Российской Федерации.

Для этого рассматриваются зарекомендовавшие себя наилучшим образом методы мировой практики («Лучшая практика»), специфические условия РФ в текущий переходный период. Далее предлагаются способы и практические инструменты, предназначенные для обеспечения реальной поддержки в российских условиях.

В данной книге намеренно не проводится статистический анализ долговой и инвестиционной активности российских регионов: личный опыт работы автора в России подсказывает, что доступные в настоящее время сведения по этим вопросам зачастую ненадежны и противоречивы. В отсутствии глобальных исследований и проверки правильности имеющихся данных попытки их использования могли бы привести, скорее, к спорам о точности данных, что снизило бы остроту рассмотрения основных проблем.

Инвестиционная стратегия — каковы должны быть приоритеты, как отбирать индивидуальные проекты, как финансировать инвестиции, и как удостовериться, что сделанное способствует получению реальных преимуществ — является одной из важнейших проблем, стоящих перед региональными, муниципальными и местными органами власти Российской Федерации в настоящее время. Если инвестиционный процесс не удастся «взбодрить», то инфраструктура продолжит разрушаться, а возможности обеспечения непрерывности предоставления текущих муниципальных услуг будут катастрофически снижаться.

Очень тяжелые бюджетные условия фактически не оставляют никаких излишков для инвестирования профицита текущих доходов за вычетом текущих расходов; рынки капитала

доступны только изредка при очень высокой, непредсказуемой и переменной стоимости — и даже в этих условиях только на очень короткие сроки (в рублях — почти всегда менее чем на два года, а часто и менее чем на шесть месяцев; на более длинный срок только в случае принятия нехеджированного валютного риска).

Наличие инвестиционных фондов было неустойчивым: либо критический дефицит (наиболее характерное положение для большинства субъектов Российской Федерации, зависящих от текущих доходов, которых не хватало для покрытия даже обязательных или политически важных текущих расходов), либо критический профицит (когда рынки капитала были «открыты», когда удачливые заемщики стремились срочно найти варианты быстрого использования средств, привлеченных в виде краткосрочных или высокорисковых обязательств). В то же время говорилось и было известно, что федеральные трансферты не надежны и что инвестиционные проекты, принятые в расчете на эти трансферты, зачастую приходилось либо приостанавливать (что вообще является разбазариванием ресурсов), либо заканчивать за счет средств региональных бюджетов, которые не могут себе это позволить.

Решения по заимствованиям зачастую были конъюнктурными и не всегда хорошо обоснованными; заемные средства привлекались, когда они были доступны, по политическим основаниям или для покрытия текущих расходов либо даже прошлых задолженностей, а не только на инвестиционные цели. Даже в случае привлечения средств на инвестиционные цели, решения зачастую принимались на основании доступности средств, а не наличия сильных инвестиций. В очень многих случаях субъекты обнаружили, что они не в состоянии обслуживать свой внешний или внутренний долг в соответствии с исходным графиком.

Западная «помощь» тоже не всегда помогала. Ссудодатели в 1996–1997 годах были готовы (а в 1998–1999 годах не готовы) предоставить средства независимо от качества управления

и уровня дисциплины администрации заемщика. В связи с этим был значительно дискредитирован принцип необходимости хорошего управления в качестве условия доступа к капиталу, и теперь понадобится время для восстановления веры в этот принцип. Аналогично, в случае предоставления технической помощи международными агентствами не уделялось достаточного внимания государственной инвестиционной деятельности. Если такая помощь и предоставлялась, она зачастую концентрировалась на инвестиционных проектах, обеспечивающих потоки доходов для обслуживания финансирования («коммерческий» банковский подход). Иногда, наоборот, техническая помощь строилась на том принципе, что государственные средства не могут быть использованы для коммерческих проектов. (Что приводило администрации в полное недоумение, так как у них не было излишка доходов для обслуживания долга, если привлеченные средства не вкладывались в проекты, обеспечивающие достаточный уровень доходов). Эти противоречивые подходы, что вполне понятно, вызывали недоумение у реципиентов, поэтому даже самые важные проблемы часто оставались без внимания.

В результате возрастала уверенность федерального правительства в необходимости общего сокращения заемных прав регионов; а в самих регионах происходило добровольное принятие мер типа строгого разделения текущего и капитального бюджета (бюджета развития). Кроме того, среди многих администраций, искренне стремящихся ответственно управлять бюджетом, все больше крепла идея, что все инвестиционные проекты, финансируемые за счет заемных средств, должны быть самокупаемыми, т. е. доходы от проекта должны покрывать обслуживание долга. Эти положения кажутся правильными: они вроде бы (по крайней мере, на первый взгляд) позволяют решить насущные проблемы, как будто гарантируя наличие конкуренции за использование привлеченных средств и как будто обеспечивая наличие средств для покрытия об-

служивания долга без расчета на средства и без того дефицитного бюджета (хотя право регресса на бюджет сохраняется).

Однако, в этих принципах также заложена существенная опасность. В частности, они способствуют концентрации внимания на прямой окупаемости (коммерческой или финансовой) проектов в противоположность косвенной окупаемости (экономические или социальные цели) и к систематическому акцентированию исключительно высокой доходности (и поэтому высокой рисковости) инвестиционных проектов. Западный опыт и убеждения многих западных консультантов, работающих в России, показывают, что участие государственных бюджетных средств в коммерческих или финансовых инвестициях (когда частный капитал мог бы осуществлять те же самые инвестиции без использования бюджетных средств) часто (некоторые считают, что всегда) является расточительством и без того ограниченных инвестиционных ресурсов, вредящим как целостности бюджета, так и экономике в целом. С этой точки зрения, государственные инвестиции должны направляться главным образом на социальные или экономические цели. Обслуживание бюджетных обязательств, с этой точки зрения, должно всегда осуществляться за счет текущих доходов общего бюджета; никогда не следует полагаться исключительно на доходы от одного проекта, рефинансирование или продажу активов.

Дальнейшая дискуссия осложняется недоразумениями. С одной стороны, многие западные консультанты пропагандируют в том или ином варианте некий идеал (описанный здесь как «западный образец», однако не являющийся одинаковым даже в различных государствах Запада — например, скандинавские страны и Франция отличаются большим участием государства в инвестиционных проектах), который основан на совокупном западном опыте; хотя адекватное понимание специфических условий и потребностей РФ на протяжении переходного периода у них отсутствует. С другой стороны, многие российские менеджеры не знакомы с обоснованием западного

образца, а также с возможностями применения, ценностью и значением многих используемых инструментов и технологий. Поскольку *некоторые* российские условия в настоящее время отличаются от западных, возникает тенденция игнорировать западный опыт *в целом*.

Задача этой книги в том, чтобы попробовать избавиться от некоторых из этих недоразумений и предложить:

- аргументированное представление «западного образца» в российских условиях, а также обзор тех аспектов, по которым нынешняя российская действительность действительно отличается от той среды, что используется при обосновании западного образца;
- исследование возможностей применения западного опыта органами власти российских регионов;
- представление способов их использования в виде практических инструментов для работы в российских условиях.

Автор надеется, что этим он сможет помочь российским администрациям в разработке более цельных и успешных вариантов стратегии управления инвестициями и долгом в будущем и в повышении эффективности использования их ограниченных ресурсов.

Что особенно важно, автор убежден, что не существует «единственной модели», основанной на западном опыте, которая должна соответствовать российским условиям, или, что еще хуже, к которой должны быть приспособлены российские условия. Данная работа — это просто попытка объяснить, что работает на Западе и почему, и предложить основные направления адаптации, которые следует попробовать в целях достижения аналогичных результатов в РФ. В конце концов, следует проверить, что будет работать в России, а не в Манчестере, Мангейме или Милуоки.

Данная работа сфокусирована на вопросах долга и инвестиций, а не общего управления бюджетом — хотя в принципе эффективное управление региональными инвестициями и за-

имствованиями возможно только как часть интегрированного бюджетного процесса.

Данная работа также не претендует на детальное объяснение всех основных методов отбора индивидуальных инвестиционных проектов или заемной политики, включая различные методы анализа дисконтированных денежных потоков, методы «оценки» социальных проектов и процедуры для внедрения процесса открытых закупок и контроля за исполнением проектов. По этим вопросам существует множество специальной литературы, а основы их понимания и применения, кажется, уже имеются в тех регионах, где разделяют аналогичный подход. Задача данной книги состоит в том, чтобы разработать структуру и основные рамки применения этих методов и предложить некоторые специфические российские методы и подходы.

В данной книге приводятся ссылки на Реестр и Список литературы по другим известным работам по этой теме, а также на модель финансового планирования для региональных бюджетов того же автора.

## КРАТКОЕ ИЗЛОЖЕНИЕ И ВЫВОДЫ

### Краткий обзор международной «Лучшей практики» в управлении бюджетом

- «Лучшая практика» (называемая также стандартами качества и передовым опытом) представляет собой кодифицированный свод методов, доказавших свою практическую состоятельность в течение длительного времени, по предоставлению услуг получателям. Она основана на практическом опыте и не всегда совпадает с законодательными требованиями. «Лучшая практика» в конечном счете разрабатывается и применяется не теми, кто ее принимает: административные органы способствуют формированию стандартов и объявляют о своем принятии этих стандартов, к ним эти стандарты и применяются — и они же понимают, что приняв эти стандарты, они смогут достичь лучшего понимания с центральным правительством, кредиторами, избирателями и т.д.
- «Лучшая практика» требует, чтобы:
  - ⇒ Субфедеральные бюджеты были всегда сбалансированы (по крайней мере на операционном уровне),
  - ⇒ Все привлеченные средства расходовались только на инвестиционные цели, а не шли на текущие расходы или рефинансирование старых обязательств,
  - ⇒ Весь объем платежей по обслуживанию долга покрывался за счет будущих доходов (а не новых заимствований или ликвидации активов).

В некоторых странах это установлено центральным законодательством (например, в Великобритании, Франции, Германии); в других (США) — аналогичный результат достигается в соответствии с местными законами и принципами «Лучшей практики». Исключения, позволяющие осуществлять в течение года привлечение средств для покрытия кассовых