

## Оценка зависимости результатов реализации инвестиционной политики в субъектах Российской Федерации от их кредитных рейтингов

*В статье содержатся результаты исследования оценки зависимости результатов реализации инвестиционной политики в субъектах Российской Федерации от их кредитных рейтингов, даны определения понятий инвестиционного климата и кредитного рейтинга субъекта РФ: а также приведены методики количественной оценки последних.*

*Ключевые слова:*

*Инвестиционный климат, инвестиционная привлекательность, инвестиционные риски, инвестиционная активность, кредитный рейтинг, инвестиционная политика.*

В целях исследования оценки зависимости результатов реализации инвестиционной политики в субъектах РФ от их кредитных рейтингов целесообразно дать отдельное определение таких понятий как инвестиционная политика и кредитный рейтинг субъекта РФ. Такие понятия разобраны в параграфе 1.1 и 1.2 соответственно.

### 1.1 Составные элементы инвестиционной политики субъекта РФ

Наиболее общим понятием, характеризующим инвестиционные процессы в регионе, является его инвестиционный климат. **Инвестиционный климат региона РФ** представляет собой сложившуюся за ряд лет совокупность различных социально-экономических, природных, экологических, политических и др. условий, определяющих масштабы (объем и темпы) привлечения инвестиций в основной капитал данного региона РФ. Инвестиционный климат состоит из двух компонентов — инвестиционной привлекательности региона и инвестиционной активности в нем.

Основные структурные элементы инвестиционного климата региона и взаимосвязи между ними показаны на рис.

### Инвестиционный климат региона

Инвестиционная привлекательность региона (обобщенный факториальный признак, X)

#### Частные факторы инвестиционного риска

Уровень преступности	Уровень безработицы	Уровень конфликтности трудовых отношений	Уровень экологической загрязненности и дискомфорта климата	Отношение населения региона к процессам формирования рыночной экономики И.Т.Д
----------------------	---------------------	--	--	--

Региональные инвестиционные некоммерческие риски



$$Y=f(x)$$

#### Инвестиционный потенциал региона

Объем промышленного производства	Уровень развития малого предпринимательства	Доля убыточных предприятий	Суммарный объем внутренних инвестиционных ресурсов предприятий	Обеспеченность региона автодорогами с твердым покрытием  и т.д.
----------------------------------	---	----------------------------	--	---

Частные факторы инвестиционного потенциала



Инвестиционная активность в регионе (результативный признак, Y)



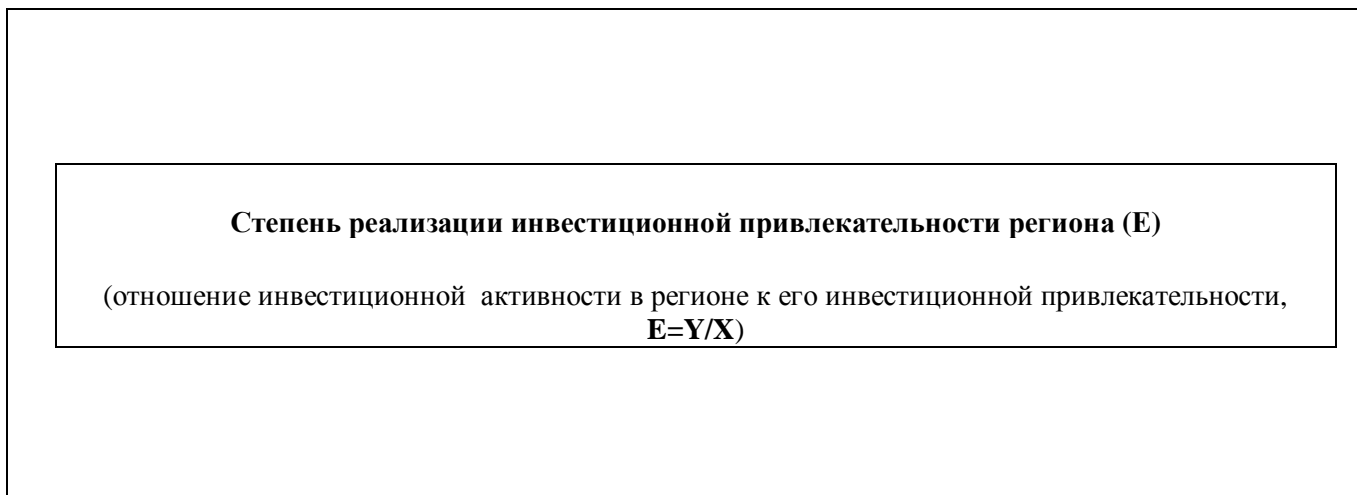


Рис.1 Основные структурные элементы инвестиционного климата региона и их взаимосвязи

Важнейшей отличительной особенностью применяемого подхода к содержательной интерпретации и к количественным оценкам степени благоприятности инвестиционного климата регионов является рассмотрение инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности во взаимосвязи. Между инвестиционной активностью в регионе и его инвестиционной привлекательностью существует причинно-следственная связь: инвестиционная привлекательность является обобщенным факториальным признаком (независимой переменной), а инвестиционная активность в регионе — результативным признаком (зависимой переменной). Иными словами, инвестиционная привлекательность — аргумент (X), а инвестиционная активность — функция (Y) инвестиционной привлекательности. Соответственно, могут быть установлены тип и параметры этой объективно существующей зависимости, т.е. может быть подобрана функция **Y= f(X)**.

**Инвестиционная активность в регионе** (инвестиционная активность региона) представляет собой интенсивность привлечения инвестиций в основной капитал региона. Инвестиционная активность может быть фактической, в том числе текущей (т.е. за последний отчетный период), и прогнозной, определение которой также является весьма актуальной задачей [1]. Инвестиционная активность измеряется комплексным (интегральным) показателем, на чем далее остановимся.

**Инвестиционная привлекательность** региона представляет собой совокупность различных объективных признаков, средств, возможностей и ограничений, обуславливающих интенсивность привлечения инвестиций в основной капитал региона. В зависимости от временного горизонта анализа, управления и прогнозирования (так же, как и в случае с инвестиционной активностью) выделяются фактическая, в том числе текущая (т.е. за последний отчетный период), и прогнозная инвестиционные привлекательности региона. Основные методические положения их определения являются едиными.

Инвестиционная привлекательность региона в свою очередь формируется двумя группами факторов, или двумя комплексными факторами, — инвестиционным потенциалом региона и региональными инвестиционными рисками.

**Инвестиционный потенциал региона** — совокупность объективных экономических, социальных и природно-географических свойств региона, имеющих высокую значимость для привлечения инвестиций в основной капитал региона.

**Региональные инвестиционные риски** — неспецифические (некоммерческие) риски, обусловленные внешними по отношению к инвестиционной деятельности факторами регионального характера (регионального происхождения). К таким факторам относятся в первую очередь социально-политическая обстановка в регионе (в частности, отношение населения к процессам формирования рыночной экономики), состояние природной среды и др. Наличие региональных инвестиционных рисков определяет наличие вероятности неполного использования инвестиционного потенциала региона.

Предлагаемый авторами подход к исследованиям инвестиционного климата вообще и инвестиционной привлекательности в частности позволяет решить вопрос о критерии обоснованности методики определения уровней инвестиционной привлекательности в регионах РФ и о достоверности получаемых с ее помощью результатов.

Состав (набор) частных факторов инвестиционного потенциала региона и инвестиционного риска в нем, весовые коэффициенты значимости частных факторов и метод их интегрирования (при включении частных факторов в расчет интегрального показателя — уровня инвестиционной привлекательности региона) должны быть подобраны с соблюдением ряда важных условий. С одной стороны, должны быть учтены все существенные компоненты инвестиционной привлекательности (с соблюдением принципа необходимости и достаточности), с другой стороны, интегральный показатель инвестиционной привлекательности регионов РФ ( $X$ ) должен быть сформирован так, чтобы его вариациями в максимально возможной степени можно было бы объяснить вариации показателя инвестиционной активности в регионах РФ ( $Y$ ).

Объективным критерием обоснованности методики оценки инвестиционной привлекательности является, на наш взгляд, степень тесноты корреляционной связи между инвестиционной привлекательностью регионов и инвестиционной активностью в них, выражаемая величиной коэффициента корреляции, а также коэффициентом эластичности и др.

Если в результате применения методики достигаются высокий уровень коэффициента корреляции и низкий уровень стандартной ошибки в регрессионном уравнении  $Y = f(X)$ , то такая методика определения инвестиционной привлекательности может быть признана вполне обоснованной. Проведенный за ряд лет (1997 — 2007 гг.) ретроспективный анализ зависимости инвестиционной активности в регионах РФ от их инвестиционной привлекательности (с учетом лага реализации инвестиционной привлекательности 1,5 — 2 года) показал, что указанная зависимость носит достаточно устойчивый характер и выражается наиболее адекватно экспоненциальной функцией, причем коэффициент корреляции между переменными составляет не ниже 0,86 (такой уровень следует признать весьма высоким, что свидетельствует об обоснованности применяемой нами методики оценки инвестиционной привлекательности регионов РФ).

Переходя к вопросу об измерении инвестиционной активности, отметим, прежде всего, что с учетом данного ей выше содержательного определения активность процесса реального инвестирования в регионе должна измеряться, по крайней мере, двумя частными индикаторами, которые также интегрируются по формуле усреднения, представляющей собой произведение относительных показателей: 1) душевой объем инвестиций; 2) темпы роста инвестиций в регионе к вышеуказанным показателям РФ в целом.

При этом принимается во внимание, что душевой объем инвестиций сам по себе еще недостаточно полно характеризует уровень инвестиционной активности в регионе.

Дело в том, что и душевой, и абсолютный объемы капитальных вложений в регионе в большой мере определяются отраслевой структурой экономики региона и дифференциацией удельной капиталоемкости продукции разных отраслей. Ясно, что при всех усилиях хозяйствующих субъектов Новгородской области и ее органов государственной власти объемные показатели инвестиций в основной капитал (абсолютные и душевые) вряд ли достигнут здесь когда-либо уровня Томской области или Ямало-Ненецкого АО в силу различной специализации экономики этих регионов.

В отличие от объемных показателей, темповый индикатор мало подвержен межрегиональным различиям в специализации экономики регионов. Более того, как известно, регионы с меньшими уровнями душевых объемов капитальных вложений могут даже быстрее наращивать их объемы. *Поэтому объемный душевой и темповый индикаторы органично дополняют друг друга, позволяя путем их интеграции получить действительно комплексную оценку состояния инвестиционной активности в регионе.*

*Таким образом уровень инвестиционной активности измеряется произведением отношений инвестиций в основной капитал на душу населения конкретного региона к инвестициям в основной капитал на душу населения в российской федерации в целом и отношением темпов роста вышеуказанных показателей.*

## **1.2 Методологические особенности применения рейтингования для оценки инвестиционного климата в субъектах Российской Федерации.**

В последнее время едва ли не ежедневно мы слышим о необходимости инвестиций в российскую экономику. Тем временем темпы роста инвестирования оставляют желать лучшего, а объемы прямых иностранных инвестиций в Россию носят

сдержанный характер. Риск инвестирования в Россию по-прежнему оценивается достаточно высоко и обладатели капиталов не решаются брать риски на себя.

Между тем, не только зарубежными, но и российскими финансовыми институтами накоплены значительные свободные капиталы, которые должны работать. В условиях, когда инвестировать эти капиталы напрямую слишком рискованно, финансовые институты предпочитают работать на рынке в качестве кредиторов, перекладывая значительную часть рисков на заемщика. При этом в качестве заемщика или эмитента ценных бумаг могут выступать как корпорации (в том числе, и сами финансовые институты), так и органы власти субъектов федерации или муниципальных образований (МО) под гарантии региональных или муниципальных бюджетов.

Региональный и муниципальный рынок инвестиций включает в себя прямое и портфельное инвестирование, лизинг, а также инвестиционное кредитование, включая покупку муниципальных ценных бумаг.

Соответственно, инвестиционная привлекательность региона и МО является комплексной характеристикой, которая не исчерпывается параметрами и свойствами, существенными для прямых инвесторов и рисками, возникающими для них при вложении капитала в конкретные проекты, сферы, объекты или площадки.

Для привлечения инвестиций в форме региональных и муниципальных кредитов и вложений в региональные и муниципальные ценные бумаги наиболее важным для инвестора (кредитора) являются способность заемщика к своевременному выполнению как взятых на себя ранее, так и будущих долговых обязательств.

Комплексную оценку способности заемщика к полному и своевременному выполнению долговых обязательств на весь срок погашения долга или период обращения ценной бумаги с учетом прогноза возможных изменений экономической среды и социально-политической ситуации отражает **рейтинг кредитоспособности (кредитный рейтинг)**.

Наличие кредитного рейтинга раскрывает объективные финансовые возможности региона, повышает репутацию региональной власти как готовой для приема инвестиций и открытой для диалога с инвесторами.

Достаточно высокий кредитный рейтинг, присвоенный специализированным рейтинговым агентством, повышает возможности региона при любой коммерческой или финансовой операции. Независимо от того, используется ли рейтинг для привлечения инвестиций, получения кредитов, выпуска ценных бумаг, сбыта продукции, или расширения деятельности, кредитный рейтинг позволяет местному органу власти, демонстрируя свою кредитоспособность, заключать сделки на более выгодных для себя условиях.

Кредитный рейтинг является эффективным средством, при помощи которого местный орган власти может сообщить о своей кредитоспособности инвесторам, покупающим долговые обязательства, банкам, поставщикам и клиентам, заключающим долгосрочные контракты с регионом. Рейтинг также является важной составной частью общей программы поддержания отношений с инвесторами, способствуя повышению общей инвестиционной привлекательности.

Наличие достаточно высокого кредитного рейтинга может быть использовано региональной и муниципальной властью в следующих направлениях деятельности:

- Распространение информации о регионе, создание более благоприятного имиджа и репутации.
- Расширение круга потенциальных инвесторов за счет появления интереса к региону со стороны крупных корпораций, финансовых структур, государств и международных организаций.
- Облегчение ведения переговоров с кредиторами с целью изменения условий предоставления кредитных линий.
- Облегчение финансовых условий реализации долгосрочных проектов.
- Повышение эффективности управления затратами, связанными с привлечением заемных средств.
- Повышение шансов кандидатуры региона в рамках какого-либо конкурса, например, на право организации крупномасштабного экономического, культурного или спортивного мероприятия.
- Выход региона на внешний, в том числе, международный инвестиционно-кредитный рынок в современных условиях невозможен без наличия у региона кредитных рейтингов, присвоенных ведущими отечественными и международными рейтинговыми агентствами.

Перечисленные особенности определяют сложность системы рейтинговых оценок, применяемых в отношении кредитоспособности регионов и муниципальных образований.

Прежде всего, существуют **сравнительные кредитные рейтинги (рэнкинги)**, позиционирующие уровень кредитоспособности региона, муниципалитета среди выбранного ряда других регионов, городов. Такие рейтинги отвечают на вопрос, где меньше или больше риск невозврата кредита, но не позволяют прогнозировать конкретное поведение заемщика по отношению к кредитору.

Более конкретными являются **классические индивидуальные рейтинги**, в которых каждый эмитент относится к определенному рейтинговому классу не только по уровню риска невозврата (дефолта), но и по вероятному типу его поведения в отношении кредитора.

Наиболее общими среди классических рейтингов являются **кредитные рейтинги эмитентов**, - оценка общей способности и готовности эмитента выполнять свои финансовые обязательства.

Помимо них существуют **кредитные рейтинги отдельных эмиссий**. Это текущая оценка кредитоспособности эмитента в отношении конкретного финансового обязательства, конкретного типа финансовых обязательств или конкретного финансового проекта.

Еще более точным инструментом оценки кредитных рисков служат **специализированные рейтинги**, присваиваемые определенным видам долговых обязательств, банковским кредитам, инвестиционным проектам и частным размещениям ценных бумаг.

Например, *рейтинги частных размещений* включают оценку гарантийных и залоговых обязательств, необходимых для того, чтобы снизить риск потерь в случае неисполнения обязательств.

*Рейтинги банковских ссуд* служат для нужд рынков синдицированных кредитов и проектного финансирования и заключают в себе оценку перспектив получения средств кредитором в случае неисполнения обязательств, которая строится на анализе стоимости залогов или иных защитных механизмов, обычно предусматриваемых в таких схемах.

В странах с "проблемной" валютой обычно различаются *рейтинги по заимствованиям в местной и иностранной валютах*. Эти рейтинги отражают способность эмитента выполнять финансовые обязательства, выраженные либо в национальной валюте страны эмитента, либо в иностранной валюте. При этом, рейтинг эмитента в местной валюте может оказаться выше его рейтинга в иностранной валюте.

Кредитные рейтинги различаются также по временному горизонту. По этому признаку они делятся на *надолгосрочные и краткосрочные*.

*Долгосрочный рейтинг* оценивает способность заемщика своевременно исполнять свои финансовые обязательства на срок не менее одного года. *Краткосрочный рейтинг* представляет собой оценку вероятности своевременного погашения обязательств, считающихся краткосрочными на соответствующих рынках. Как правило, краткосрочный рейтинг присваивается на срок не более одного года.

Эти два вида рейтинга связывает дополнительная рейтинговая характеристика - прогноз рейтинга, иногда выделяемая в отдельный *прогнозный рейтинг*. Он показывает возможное направление изменения рейтинга в ближайшие два-три года.

Все рейтинги построены по принципу рейтинговой шкалы, в которой выделяются типы, категории и классы рейтингов. В качестве примера можно привести категории кредитных рейтингов агентства Standard&Poor's:

#### ИНВЕСТИЦИОННЫЕ

#### РЕЙТИНГИ:

AAA - возможности эмитента по выплате долга и процентов чрезвычайно велики;

AA - возможности эмитента по выплате долга и процентов достаточно велики;

A - возможности эмитента по выплате долга и процентов достаточно велики, но зависят от внутриэкономической ситуации;

BBB - возможности эмитента по выплате долга и процентов зависят от внутриэкономической ситуации на момент погашения.

#### СПЕКУЛЯТИВНЫЕ

#### РЕЙТИНГИ:

BB - нестабильность внутриэкономической ситуации может повлиять на платежеспособность эмитента;

B - ограниченная платежеспособность эмитента, соответствующая, тем не менее, текущему объему выпущенных обязательств.

#### АУТСАЙДЕРСКИЕ

#### РЕЙТИНГИ:

ССС - некоторая защита интересов присутствует, однако риски и нестабильность высоки;

СС - платежеспособность эмитента сильно зависит от внутриэкономической ситуации;



С - платежеспособность эмитента полностью зависит от внутриэкономической ситуации;

D - долги просрочены.

Обзор деятельности международных и российских рейтинговых агентств

Поскольку кредитные рейтинги впервые появились в США, то крупнейшими и наиболее известными рейтинговыми службами и агентствами, специализирующимися на присвоении кредитных рейтингов являются Moody's Investors, Standard & Poor's, Fitch-IBCA. Эти агентства имеют представительства в десятках стран мира и действуют не только по единым стандартам для всех стран, но имеют примерно одинаковые методики оценки кредитоспособности и шкалы кредитных рейтингов.

Вследствие использования единых для всех стран стандартов, рейтинги, присвоенные международными службами имеют ряд существенных недостатков. Прежде всего, они ориентированы на международные финансовые рынки, не всегда учитывают национальную, региональную и, тем более, муниципальную специфику. В своей деятельности международные агентства защищают интересы, прежде всего американского бизнеса, вследствие чего склонны к занижению суверенного (странового) рейтинга, к которому "привязаны" субнациональные (региональные) и муниципальные рейтинги. Несмотря на чрезвычайно высокую стоимость услуг по присвоению рейтинга, международные агентства и их национальные партнерские организации не занимаются "продвижением" рейтингов регионов и муниципалитетов внутри страны, хотя в настоящее время эта тенденция меняется.

При присвоении рейтингов международные агентства вынуждены поддерживать баланс интересов многочисленных инвесторов и эмитентов из многих стран, что по сути и на практике представляет собой неиссякаемый источник конфликтов интересов, особенно учитывая сложность оценки странового риска. В отличие от международных агентств, национальные полностью зависят от доверия национальных эмитентов, инвесторов и других пользователей рейтинга, вероятность конфликта интересов которых значительно меньше. Таким образом, для национальных агентств репутация и максимальное удовлетворение потребностей клиентов на внутреннем рынке становится основной и единственной целью. Этим и объясняются зачастую существенные отличия деятельности национальных агентств от международных. Например, цена рейтинга национального агентства составляет обычно от 5 тыс. до 50 тыс. долларов США, в то время как у международных агентств - от 70 тыс. до 150 тыс. долларов и выше. В значительной степени высокая цена услуг международных агентств связана с тем, что присваиваемые ими рейтинги предназначены для получения регионами или МО крупных зарубежных валютных кредитов или размещения муниципальных ценных бумаг на внешнем рынке. Но, по мнению председателя Комитета муниципальных займов и развития фондового рынка Правительства Москвы Сергея Пахомова, "достойный еврозаем", обеспечивающий ликвидность, составляет 500 млн., а лучше 1 млрд. евро.

В то же время, статья 111 Бюджетного кодекса РФ устанавливает, что "предельный объем расходов на обслуживание государственного долга субъекта Российской-

ской Федерации или муниципального долга, утвержденный законом (решением) о бюджете соответствующего уровня, не должен превышать 15 процентов объема расходов бюджета соответствующего уровня". По этому критерию заемщиками внешних кредитов на сумму свыше 500 млн. долларов на срок в три года могли бы стать (по итогам бюджета 2007 года) лишь несколько субъектов федерации: Москва, Ханты-Мансийский авт. округ, Республика Татарстан, Московская область, Санкт-Петербург, Республика Башкортостан, Ямало-Ненецкий авт. Округ и др.. Естественно, что российским муниципальным образованиям такие займы просто "не по карману". Национальные рейтинговые агентства уделяют особое внимание сопровождению рейтинга после присвоения, что менее распространено в практике международных агентств. Национальные агентства помимо рейтингов предлагают также широкий спектр информационно-аналитических услуг, то есть следуют цели создания эффективной инфраструктуры рынка долговых обязательств, а не цели продажи отдельного продукта; международные агентства не могут позволить себе этого в такой степени, уделяя больше внимания международным рынкам.

Национальные агентства глубже понимают специфику рынка, что позволяет им делать более объективные оценки; но важнее то, что национальные агентства принципиально заинтересованы в развитии национального рынка долговых обязательств для расширения собственного бизнеса, и это является важнейшей гарантией качества и объективности их оценок.

В России более 20 структур позиционирует свои услуги как рейтинговые, из которых лишь 8 именуют себя рейтинговыми агентствами. Наиболее известные из них специализированные рейтинговые агентства: независимое Рейтинговое агентство "Эксперт РА", информационные агентства АК&М и "Интерфакс". Специализированное рейтинговое агентство "ЕА-Ratings" в 2002 году потеряло свою самостоятельность, сменив статус российского партнера компании Standard&Poors на статус регионального подразделения этой международной компании.

*Рейтинговое агентство "Эксперт РА"* является первым и крупнейшим в стране независимым рейтинговым агентством, созданным журналом "*Эксперт*" в начале 1997 года. Оно имеет многолетнюю практику присвоения инвестиционного рейтинга российским регионам, а также опыт присвоения инвестиционных рейтингов регионам Казахстана, административно-территориальным единицам субъектов федерации. С 2002 года Рейтинговое Агентство присваивает классические рейтинговые оценки кредитоспособности отдельным промышленным предприятиям, банкам, страховым компаниям. Интеллектуальные и аналитические продукты деятельности Рейтингового агентства "Эксперт РА", публикуемые в журнале "*Эксперт*", получили признание и стали необходимым инструментом в работе российских банков, производственных, финансовых и торговых компаний, федеральных и региональных органов управления.

Механизм присвоения рейтинга

Рейтинговая процедура обычно состоит из следующих основных этапов:

- Согласование условий присвоения рейтинга и заключение договора между городскими властями и рейтинговым агентством.

2. Рейтинговое исследование осуществляется по специальной индивидуальной методике рейтингового агентства. Рейтинговое агентство гарантирует присвоение кредитного рейтинга заказчику в строгом соответствии с методикой. Присвоение и периодичность пересмотра рейтинговой оценки, а также последовательность проведения рейтинговых процедур и порядок взаимодействия между структурами, принимающими участие в рейтинговом процессе, определяется на основании договора агентства с заказчиком.
- Для комплексной и объективной оценки агентство запрашивает у города информацию, характеризующую (см. параграф. 2):  
Финансовую устойчивость эмитента.  
Экономическую ситуацию в регионе, городе.  
Сложившуюся динамику финансово-экономического развития.  
Авторитетность региональной, муниципальной власти.  
Уровень благоприятности предпринимательского климата.  
Характер высказываний высших должностных лиц города относительно кредитных обязательств города.  
Кредитная история региона, города как заемщика (эмитента).
  - Встреча с руководством города предпринимается обычно для разъяснения дополнительных вопросов о качественных характеристиках управления городом и его финансами.
  - Собрание и принятие решений рейтинговым комитетом. На основании исследования рейтинговым комитетом, в который помимо самих экспертов агентства обычно приглашаются известные эксперты из других компаний и государственных структур, принимается решение о присвоении рейтинговой оценки по рейтинговой шкале агентства. Рейтинговая шкала "Эксперт РА" является классической национальной шкалой и в укрупненном виде выглядит следующим образом:  
Эмитенты (заемщики) с высоким уровнем надежности (тип А)  
Эмитенты (заемщики) с удовлетворительным уровнем надежности (тип В)  
Эмитенты (заемщики) с низким уровнем надежности (тип С)  
Эмитенты (заемщики) с неудовлетворительным уровнем надежности (тип D)
  - Пересмотр присвоенного рейтинга осуществляется в следующих случаях:  
в соответствии с оговоренной в соглашении с заказчиком периодичностью;  
по внеочередной просьбе заказчика;  
при получении агентством информации о резком изменении способности эмитента отвечать по своим долговым обязательствам.
  - Агентство имеет право на отзыв (аннулирование) присвоенного ранее кредитного рейтинга в случаях:  
отказа от предоставления заказчиком информации, предоставляемой агентству по договору;  
вынужденного изменения агентством методики оценки кредитного рейтинга под влиянием резкого изменения социально-экономической и политической ситуации в стране;  
резкого ухудшения исходных параметров оценки кредитоспособности эмитента.

Процедура присвоения рейтинга занимает обычно 3-4 месяца и заканчивается его презентацией, после чего целесообразно развернуть масштабную PR-кампанию по привлечению кредиторов и инвесторов и подготовке к эмиссии и размещению муниципальных ценных бумаг. В настоящей работе для статистического анализа использовалась методика определения интегральной кредитоспособности субъектов РФ рейтингового агентства АК & М, которая приведена ниже.

Россия, обладающая огромной территорией, является страной, палитра экономического развития которой в региональном аспекте крайне неравномерна, данное заключение будет доказано в параграфе 3.1, настоящей работе.

Как упоминалось выше, неравномерность регионального развития во многом определяется обилием как объективных, так и субъективных факторов. В числе объективных – различия в географическом и природно-климатическом положении, разная степень обеспеченности сырьевыми ресурсами, отличия в инфраструктурных предпосылках экономического развития, которые во многом сформировались еще в условиях советской экономики в условиях жесткого планирования по территориальному принципу. Среди субъективных факторов – политика региональных властей, которая определяет качество управления экономическими процессами и финансово-бюджетной сферой.

Наиболее важной проблемой регионального развития является нехватка инвестиций. Учитывая высокую степень изношенности основных фондов отечественной экономики, проблема привлечения инвестиций имеет не просто актуальный характер, от ее решения во многом зависит дальнейшее развитие страны. Для регионов, в отличие от предприятий, проблема привлечения инвестиций имеет более острый характер, поскольку здесь речь идет не только о развитии производства, но и состоянии социальной сферы, которая во многом определяет стабильность общества.

Рост инвестиционной активности в регионах является одним из ключевых вопросов отечественной экономики, от решения которого зависит устойчивость тенденций развития страны в целом.

Эффективным способом привлечения заемных средств является выпуск облигаций. И если рынок корпоративных бумаг довольно активно развивается, то в секторе региональных облигаций дела обстоят хуже.

Потенциал облигационных займов как инструмента привлечения финансовых ресурсов использован далеко не полностью. Как и ранее, основной объем эмиссий приходится на несколько регионов, лидерами среди которых являются Москва и Санкт-Петербург – доля этих городов в общем объеме эмиссий составляет около 60%. Многие регионы не являются активными участниками процесса привлече-

ния средств на фондовом рынке. Что касается традиционной формы финансирования бюджетных потребностей регионов – кредитования, то и здесь многие субъекты РФ испытывают проблемы (высокие ставки, низкие лимиты кредитования). Кроме того, неопределенность в отношении надежности региона как гаранта по кредитам и другим формам заимствований заметно снижает интерес к нему со стороны финансово–промышленных групп, банков и других структур.

Одной из причин такой ситуации является невысокая информационная прозрачность, что затрудняет адекватную оценку рисков и тем самым снижает спрос на региональные ценные бумаги. Кроме того, ряд регионов не выполняют требования законодательства в области организации бюджетного процесса.

Для определения надежности и качества заемщика в мировой практике используются кредитные рейтинги, как и указывалось выше. Здесь возможны два подхода: один предполагает оценку риска невыполнения своих обязательств с присвоением соответствующей рейтинговой категории в виде буквенно-цифрового кода для каждого рейтингуемого региона; другой предусматривает оценку относительной кредитоспособности, позволяющей провести сравнение различных субъектов РФ между собой по уровню кредитоспособности. В данной работе для статистических исследований будет использоваться второй метод (см. Параграф 1.1).

Сам процесс присвоения рейтинга, то есть оценки возможности и желания региональных властей своевременно и в полном объеме расплачиваться по долгам или, другими словами, оценки вероятности неисполнения обязательств перед кредиторами, довольно сложен. Для качественной оценки вероятности неисполнения заемщиком своих финансовых обязательств необходимо изучение большого количества информационных материалов, включая анализ множества экономических показателей региона, характеризующих возможность аккумулирования денежных средств, и следовательно, возможности расплачиваться по долгам, а также изучения кредитной истории, контактов с региональными властями, кропотливого анализа множества неформальных факторов и оценки субъективных предпосылок, главнейшей из которых является желание региональных властей выполнять свои долговые обязательства.

Для составления первого представления о сравнительной кредитоспособности различных регионов РФ интерес может представлять проведенное Рейтинговым агентством АК&М исследование, основанное на анализе ряда доступных широкому кругу заинтересованных лиц формальных показателей. В исследовании оценивались относительные возможности субъектов Российской Федерации выполнять свои долговые обязательства.

В рамках исследования проводился анализ показателей 79 субъектов РФ за 2007 год, информация о которых была доступна.

В исследование не вошли Автономные округа, входящие в состав областей и краев, в силу происходящих процессов укрупнения регионов РФ.

## **Методика исследования**

### **Критерии, используемые в исследовании**

В процессе исследования проводился анализ двух групп критериев:

- критерии, определяющие финансовое состояние региона (базируются на данных месячных отчетов об исполнении бюджетов субъектов РФ по состоянию на 1 января 2007 года;
- критерии, определяющие уровень экономического развития региона и создающие предпосылки формирования доходной части бюджета (базируются на данных Росстата по состоянию на 1 января 2007 года).

Источником информации об исполнении бюджетов и объемах государственного долга субъектов РФ является Министерство финансов РФ.

### **Критерии, определяющие финансовое состояние региона**

В эту группу критериев входят:

- отношение государственного долга к доходам бюджета без учета финансовой помощи из федерального бюджета;
- доля собственных доходов в общем объеме доходов;
- объем собственных доходов бюджета;
- отношение дефицита бюджета к доходам бюджета;
- отношение текущих расходов к суммарным расходам.

#### ***Отношение государственного долга к доходам бюджета без учета финансовой помощи из федерального бюджета***

Объем государственного долга по отношению к доходам бюджета без учета финансовой помощи из федерального бюджета является наиболее значимым критерием, определяющим долговую нагрузку на бюджет и соответственно, кредитоспособность региона. Очевидно, что чем больше долг субъекта РФ, тем выше риск неисполнения обязательств.

### ***Доля собственных доходов в общем объеме доходов***

К собственным доходам бюджетов субъектов РФ мы относим доходы бюджета без учета безвозмездных поступлений из бюджетов других уровней бюджетной системы РФ.

Уровень собственных доходов регионального бюджета определяет степень его независимости от федерального центра. С ростом доли безвозмездных поступлений повышается опасность неисполнения обязательств из-за риска их несвоевременного поступления. Кроме того, недостаток собственных доходов говорит о слабости источников формирования доходной базы региона, что также приводит к увеличению вероятности невозврата долгов.

### ***Объем собственных доходов бюджета***

Объем собственных средств в абсолютном выражении характеризует объем собственной доходной базы бюджета субъекта РФ, а следовательно, позволяет оценить возможности региона выполнять свои обязательства по долгам. Рассчитывается как суммарные доходы регионального бюджета за вычетом безвозмездных поступлений.

### ***Отношение дефицита бюджета к доходам бюджета***

Бюджетный дефицит определяет уровень превышения расходов над доходами регионального бюджета. Большой дефицит бюджета свидетельствует о несоответствии уровня доходов инвестиционным потребностям региона.

Увеличение дефицита бюджета в настоящем исследовании рассматривается как повышение кредитного риска.

### ***Отношение текущих расходов к суммарным расходам***

Данный показатель характеризует уровень капитальных расходов регионального бюджета. Чем ниже отношение текущих расходов к суммарным расходам, тем выше доля капитальных расходов в структуре бюджета. Высокая доля капитальных расходов, с одной стороны, свидетельствует об инвестиционной ориентированности бюджета, а с другой стороны, повышает возможности финансового маневра региональных властей, так как в случае необходимости есть возможность сократить объемы финансирования инвестиционных программ и направить средства на финансирование текущих расходов. Таким образом, высокая доля капитальных расходов или соответственно невысокая доля текущих расходов в сум-

марных расходах бюджета является фактором, повышающим оценку кредитоспособности.

## **Критерии, определяющие уровень экономического развития региона**

В эту группу критериев входят:

- объем производства товаров и услуг на душу населения;
- отношение задолженности по налогам к объему налоговых платежей;
- доля прибыльных предприятий в общем количестве зарегистрированных на территории региона;
- сальдо прибылей и убытков предприятий;
- денежные доходы населения;
- инвестиции в основной капитал на душу населения.

### ***Объем производства товаров и услуг на душу населения***

Объем производства товаров и услуг на душу населения является показателем, характеризующим уровень экономического развития субъекта РФ, что в свою очередь определяет предпосылки формирования регионального бюджета. Более экономически развитые субъекты РФ обладают большей ресурсной базой для формирования доходов бюджета, а следовательно, лучшими возможностями для погашения долговых обязательств, что является существенным позитивным фактором при оценке кредитоспособности.

Объем производства товаров и услуг в регионе рассчитывается как сумма объемов производства по трем базовым видам экономической деятельности («добыча полезных ископаемых», «обрабатывающие производства», «производство и распределение электроэнергии, газа и воды»), объема работ, выполненных по виду деятельности «строительство» и объема платных услуг населению.

### ***Отношение задолженности по налогам к объему налоговых платежей***

Отношение задолженности по налогам к общему объему налоговых платежей является одним из наиболее важных факторов, определяющих качество функционирования налоговой системы региона, что, в свою очередь, напрямую связано с формированием налоговых доходов регионального бюджета. Налоговые доходы – это основа доходов бюджета субъекта РФ, а следовательно, рост долгов по налогам нарушает механизм формирования денежных потоков, что в конечном итоге отрицательно влияет на кредитоспособность региона.

### ***Доля прибыльных предприятий в общем количестве, зарегистрированных на территории региона***



Доля прибыльных предприятий на территории региона качественно определяет уровень поступления налога на прибыль в доходную часть регионального бюджета. На долю налога на прибыль предприятий приходится значительная доля суммарных доходов бюджетов. Ухудшение финансового положения предприятий неминуемо приведет к снижению налоговых поступлений, что обусловит рост кредитного риска.

### ***Сальдо прибылей и убытков крупных и средних предприятий***

Как и второй критерий, сальдо прибылей и убытков определяет уровень поступлений налога на прибыль в региональный бюджет. Этот показатель дополняет предыдущий и определяет абсолютную величину поступления налога на прибыль.

### ***Среднедушевые денежные доходы населения***

Денежные доходы населения косвенно определяют уровень поступлений налога на доходы физических лиц, которые занимают значительную долю в доходах бюджета. Снижение денежных доходов ведет к уменьшению поступления соответствующего налога, что в конечном итоге увеличивает кредитный риск региона.

### ***Инвестиции в основной капитал на душу населения***

Объем инвестиций в основной капитал на душу населения характеризует инвестиционный климат и уровень инвестиционной активности в регионе. Другими словами, данный показатель характеризует предпосылки экономического развития субъекта РФ, а следовательно, предпосылки формирования доходной части бюджета.

### **Весовые коэффициенты**

В таблицах 1 и 2 приведен состав критериев и веса, определяющие их влияние на кредитоспособность региона (определены экспертным путем)..

Таблица 1

**Критерии, определяющие финансовое состояние региона**

<b>№</b>	<b>Критерии</b>	<b>Вес</b>
1	Отношение государственного долга к доходам бюджета без учета финансовой помощи из федерального бюджета	0.40
2	Доля собственных доходов в общем объеме доходов	0.30
3	Объем собственных доходов бюджета	0.15
4	Отношение дефицита бюджета к доходам бюджета	0.10

5	Отношение текущих расходов к суммарным расходам	0.05
---	---	------

Таблица 2

### Критерии, определяющие уровень экономического развития региона

№	Критерии	Вес
1	Объем производства товаров и услуг на душу населения	0.25
2	Отношение задолженности по налогам к объему налоговых платежей	0.20
3	Доля прибыльных предприятий в общем количестве зарегистрированных на территории региона	0.20
4	Среднедушевые денежные доходы населения	0.15
5	Сальдо прибылей и убытков крупных и средних предприятий	0.15
6	Инвестиции в основной капитал на душу населения	0.05

### Алгоритм исследования

По каждому из критериев определялось место региона на нормированной линейке значений для анализируемых субъектов Российской Федерации, то есть рассчитывалось относительное значение критерия в диапазоне от 0 до 100.

Относительные значения критериев суммировались с учетом весовых коэффициентов, определяющих степень влияния критериев на кредитоспособность, в результате чего определялся относительный уровень кредитоспособности регионов по финансовым и экономическим показателям. Значение относительного уровня кредитоспособности определяет положение региона в ранжируемом списке относительной кредитоспособности по финансовым и экономическим показателям.

Интегрированный уровень относительной кредитоспособности – это сумма значений относительного уровня кредитоспособности по финансовым показателям и относительного уровня кредитоспособности по экономическим показателям с весовыми коэффициентами 0.55 и 0.45 соответственно.

Методика исследования аудирована ЗАО БДО Юникон.

### Результаты Исследования

Интегрированный уровень относительной кредитоспособности субъектов РФ, а также списки регионов, ранжированные по значениям критериев, приведены в таблице.

Переходя к вопросу рейтингования для целей оценки инвестиционного климата проанализируем достоинства и недостатки методов оценки инвестиционного климата.

В качестве основного показателя оценки инвестиционной привлекательности хозяйственной системы, в том числе региональной, сторонники *суженного подхода* предлагают принять уровень прибыльности используемых активов, рассчитываемый по двум вариантам<sup>1</sup>:

- отношение прибыли от реализации товаров и услуг к общей сумме используемых активов;

- отношение балансовой прибыли к общей сумме используемых активов.

Данный подход привлекает сравнительной простотой анализа и расчетов. Он универсален и его можно использовать для исследования инвестиционного климата в хозяйственных системах разного уровня. В нем учтена главная цель предпринимательской деятельности любого инвестора - получение прибыли и возврат вложенных средств через определенный промежуток времени. Однако он не соответствует большинству методологических подходов, обоснованных в данной работе. В нем не отражен баланс интересов, а инвестиционный климат не связан с инновационным типом развития и экономической устойчивостью. Этот метод вообще игнорирует объективные связи фактора инвестиций с другими ресурсными факторами развития хозяйственных систем.

*Факторный метод оценки инвестиционного климата, на мой взгляд является наиболее приемлемым для российских условий, по причинам описанным в том же параграфе.*

*Рисковый метод* анализа и оценки инвестиционного климата представляет интерес прежде всего для стратегического инвестора. Он позволяет ему не только оценить привлекательность территории для инвестирования, но и сопоставить уровень риска, присущий новому объекту вложения инвестиций, с существующим в привычном для него регионе ведения бизнеса. При этом не следует смешивать общее понятие риска инвестирования в хозяйственную систему с рисками отдельных инвестиционных проектов. В последнем случае риски связаны с неопределенностью получения ожидаемого коммерческого результата в ходе реализации конкретного проекта. Для их оценки есть несколько вариантов проверенного на практике инструментария, в рамках которого инвестиционный климат рассматривается в качестве одного из объективных факторов, влияющих на индивидуализированный риск. Правда, необходимо иметь в виду, что при использовании рискованного метода так же, как и при первом подходе, преобладает учет интересов инвестора, причем нередко не только экономических, но и политических.

Оценку результатов зависимости реализации инвестиционной политики в субъектах РФ от их кредитных рейтингов можно представить в следующем виде: в каче-

---

<sup>1</sup> Инвестиционная среда российских регионов: объемные и структурные изменения / Е. С. Бернштам // Федератив. отношения и регион. соц.-экон. политика. - 2002. - № 8. - С. 2-15

стве анализа корреляционной связи инвестиционной активности, рассчитанной по методике, указанной в параграфе 1.1 и уровней интегральной кредитоспособности субъектов РФ по методике, указанной в параграфе 1.2.

**ИНВЕСТИЦИИ В  
ОСНОВНОЙ КА-  
ПИТАЛ НА ДУ-  
ШУ НАСЕЛЕНИЯ**

(в фактически дей-  
ствовавших ценах;  
рублей; 1995 г. –  
тыс. руб.)

	2006	2007	Темп роста 07/06	Инвестиц. Активность 07	Инве- стици- онная при- влека- тель- ность	<b>Интегриро- ванный уровень от- носительной кредитоспо- собности</b>
<b>Российская Феде- рация</b>	<b>18981</b>	<b>24694</b>	1,300985196	1	<b>1</b>	
<b>Центральный федеральный ок- руг</b>	<b>18306</b>	<b>23930</b>	1,307221676	0,9737067		
Белгородская об- ласть	13196	23371	1,77106699	1,2883934	1,488	52,86
Брянская область	5166	5232	1,012775842	0,1649367	0,481	32,83
Владимирская об- ласть	8030	10102	1,258032379	0,395581	0,793	55,67
Воронежская об- ласть	8907	11779	1,322443022	0,4848658	0,935	49,5
Ивановская область	7590	10099	1,330566535	0,4182647	0,729	42,34
Калужская область	10094	12233	1,211908064	0,4614651	0,835	46,88
Костромская об- ласть	16876	21449	1,270976535	0,8485565	0,78	32,12
Курская область	12045	13873	1,151764218	0,4973592	0,703	46,18
Липецкая область	21548	25466	1,18182662	0,9368082	0,982	68,11
Московская область	20525	24441	1,190791717	0,9059224	0,988	58,16
Орловская область	8042	10257	1,275428998	0,4072048	0,856	41,3
Рязанская область	10393	16581	1,595400751	0,8234111	0,796	51,61
Смоленская область	10079	14587	1,447266594	0,6571291	0,793	<b>53,51</b>
Тамбовская область	9390	12529	1,3342918	0,5203594	0,784	42,25
Тверская область	20184	15713	0,778487911	0,3807564	0,798	47,16
Тульская область	7746	9999	1,290859799	0,4017648	0,853	44,76
Ярославская область	16253	26843	1,651572017	1,3799545	1,08	50,2
г. Москва	30574	41516	1,357885785	1,7547488	1,606	85,08

<b>Северо-Западный федеральный округ</b> Республика Карелия Республика Коми Архангельская область в том числе Ненецкий автономный округ Вологодская область Калининградская область Ленинградская область Мурманская область Новгородская область Псковская область г. Санкт-Петербург			1,417045029	1,5005186		
	<b>24007</b>	<b>34019</b>		0		
	17845	21057	1,179994396	0,7734151	1,014	47,06
	30171	50942	1,688442544	2,6773089	1,01	66,99
	23261	34850	1,498215898	1,6252246	0,93	49,23
	363641	511159	1,405669328	22,365334	1,58	
	33146	49323	1,488052857	2,2845678	1,017	72,14
	19119	25715	1,344997123	1,0765745	1,206	57,22
	40460	47529	1,174715769	1,7379116	1,273	65,05
	15442	21600	1,398782541	0,9404596	1,371	58,71
	11720	18867	1,609812287	0,9453972	1,007	49,22
	7746	7706	0,994836044	0,2386254	0,895	48,24
	22493	33577	1,49277553	1,5601724	1,541	81,79
				0		
			0			
	2006	2007		0		
<b>Южный федеральный округ</b> Республика Адыгея Республика Дагестан Республика Ингушетия Кабардино-Балкарская Республика Республика Калмыкия Карачаево-Черкесская Республика Республика Северная Осетия - Алания Чеченская Республика Краснодарский край Ставропольский край Астраханская область			1,297136838	0,5469317		
	<b>10443</b>	<b>13546</b>		0		
	4636	5891	1,270707506	0,233008	0,637	38,57
	5179	9145	1,765784901	0,5026408	0,406	39,64
	1713	3691	2,154699358	0,2475523	0,463	24,95
	5841	6364	1,089539462	0,2158288	0,691	25,84
	9068	10436	1,150860168	0,3738461	0,698	25,52
	6435	13925	2,163947164	0,9379465	0,796	24,41
	5401	6826	1,26384003	0,2685311	0,641	27,24
	4100	5518	1,345853659	0,2311616	0,344	
	17371	21571	1,241782281	0,8337809	0,8	66,08
	8839	10577	1,196628578	0,3939654	0,724	
18568	18430	0,992567859	0,5694056	1,158	42,46	

Волгоградская область	10572	15038	1,422436625	0,6658236	0,814	56,84
Ростовская область	9997	13365	1,33690107	0,556166	0,955	58,49
<b>Приволжский федеральный округ</b>	<b>13942</b>	<b>18748</b>	1,344713814	0,7847314		
				0		
Республика Башкортостан	15264	20672	1,354297694	0,8714307	0,974	70,77
Республика Марий Эл	8070	9779	1,211771995	0,3688515	0,568	37,52
Республика Мордовия	11917	16118	1,352521608	0,6785652	0,765	37,53
Республика Татарстан	22955	36158	1,575168809	1,7728325	1,092	63,76
Удмуртская Республика	9874	12285	1,244176625	0,475766	0,962	59,1
Чувашская Республика	10960	14630	1,334854015	0,607875	0,769	45,31
Кировская область	6488	9330	1,438039457	0,4176271	0,743	43,03
Нижегородская область	14006	17588	1,255747537	0,687472	0,936	63,47
Оренбургская область	12854	17175	1,33615995	0,7143177	0,935	55,99
Пензенская область	7482	10659	1,424619086	0,4726628	0,682	41,36
Пермский край	27632	19162	0,693471338	0,4136238	0,592	76,83
Самарская область	17131	21034	1,227832584	0,8038911	1,096	65,19
Саратовская область	9037	13739	1,520305411	0,6501629	0,859	46,71
Ульяновская область	8304	9644	1,161368015	0,3486288	0,828	48,64
<b>Уральский федеральный округ</b>	<b>39763</b>	<b>48225</b>	1,212810905	1,8205455		
				0		
Курганская область	5667	7551	1,332451032	0,3131785	0,6	38,16
Свердловская область	15656	21826	1,394098109	0,9471171	0,951	74,88
Тюменская область	110232	125465	1,138190362	4,4450198	1,17	83,64
в.т.ч Ханты-Мансийский автономный округ - Югра	123499	155026	1,255281419	6,0573385	2,693	
Ямало-Ненецкий автономный округ	302147	262204	0,867802758	7,0826624	2,887	
Челябинская область	14094	20179	1,431744005	0,899293	0,911	72,32
				0		
				0		
	2006	2007		0		
<b>Сибирский</b>	<b>11963</b>	<b>17030</b>	1,423555964	0,7546149		

<b>федеральный округ</b>				0		
Республика Алтай	9559	13385	1,400251072	0,583392	0,621	28,98
Республика Бурятия	7403	8703	1,175604485	0,3184685	0,628	43,99
Республика Тыва	3028	3397	1,121862616	0,1186237	0,589	29,02
Республика Хакасия	10662	20062	1,881635716	1,1750219	0,86	57,14
Алтайский край	5932	7932	1,337154417	0,3301418	0,743	40,92
Красноярский край	14953	25746	1,721794958	1,3798358	1,017	67,9
в.т.ч Таймырский (Долгано-Ненецкий) автономный округ	58441	55410	0,948135727	1,6352903	0,869	
Эвенкийский автономный округ	62134	24276	0,390703962	0,2952304	0,653	
Иркутская область	9925	12132	1,222367758	0,461605	0,868	50,73
в том числе Усть-Ордынский			0,815342632	0,0682444		
Бурятский автономный округ	3298	2689		0	0,611	
Кемеровская область	17711	29560	1,669019254	1,5356844	1,008	56,99
Новосибирская область	9105	12278	1,348489841	0,515361	0,808	53,54
Омская область	11456	16916	1,476606145	0,7774967	0,765	55,56
Томская область	22924	17430	0,76033851	0,4125158	0,926	64,26
Читинская область	12965	15584	1,202005399	0,5830712	0,43	
в том числе Агинский Бурятский автономный округ	15028	20746	1,380489752	0,8914639	0,569	
<b>Дальневосточный федеральный округ</b>	<b>25712</b>	<b>35636</b>			0	
Республика Саха (Якутия)	30836	46567	1,510150473	2,1889442	1,436	46,71
Приморский край	8616	10870	1,261606314	0,4268641	0,978	56,29
Хабаровский край	20006	28616	1,430370889	1,2740715	1,062	52,81
Амурская область	21474	27667	1,288395269	1,1095513	0,835	40,76
Камчатская область	10938	21816	1,994514536	1,354405	1,189	25,9
в том числе Корякский автономный округ	17400	43450	2,497126437	3,3772757	1,065	
Магаданская область	22668	24005	1,058981825	0,7912731	0,988	34,77
Сахалинская область	105113	147223	1,400616479	6,4184638	1,409	

Еврейская автономная область	16686	30775	1,844360542	1,7667703	0,802	45,55
Чукотский автономный округ	161585	144777	0,895980444	4,0377024	0,89	29,36

Результаты анализа тесноты корреляционной связи следующие: коэффициент корреляционной связи между переменными равен 0,6959, это свидетельствует тому, что, в регионах, имеющих более высокий кредитный рейтинг, инвестиционная активность, т.е. степень реализации инвестиционного потенциала выше, чем у регионов имеющих низкий кредитный рейтинг или не имеющего рейтинга вовсе. Различия между регионами по их интегральной кредитоспособности весьма значительны, а именно в 3,5 раза, что примерно соответствует различиям регионов по инвестиционной активности и инвестиционной привлекательности. Межрегиональная дифференциация интегральной кредитоспособности остается достаточно высокой – стандартное отклонение 14,67.

### Список литературы

- Абросимова И.**  
Инвестиционная стратегия региона / И. Абросимова // Рынок цен.бумаг. - 2009. - № 14. - С. 29-31.
- Альтудов Ю.К.**  
Инвестиционный потенциал Юга России: анализ и возможности развития / Ю. К. Альтудов // Соц. гуманитар. знания. - 2009. - № 4. - С. 24-36.
- Асадчая Т.**  
Красноярский край - территория бизнеса: Инвестиции в Сибирь / Т. Асадчая, Д. Полин // Эксперт-Сибирь. - 2008. - № 9. - С. 22-23.
- Астахова Е.**  
Инвестиционный потенциал Северо-Западного федерального округа: региональный аспект / Е. Астахова // Инвестиции в России. - 2006. - № 11. - С. 14-18.
- Берзон Н.**  
Формирование инвестиционного климата в экономике / Н. Берзон // Вопр. экономики. - 2011. - № 7. - С. 104-114.
- Бернштам Е.**  
Региональное распределение инвестиций в России: (Материалы к лекциям и семинарам) / Е. Бернштам, А. Кузнецов // Рос.экон. журн. - 2006. - № 2. - С. 99-109; № 3. - С. 76-83.
- Бернштам Е.**  
Сравнительный анализ инвестиционных преимуществ федеральных округов / Е. Бернштам // Экономист. - 2010. - № 10. - С. 54-59.
- Бернштам Е.С.**  
Инвестиции в региональную экономику: сравнительный анализ субъектов РФ / Е. С. Бернштам, А. В. Кузнецов // Федератив. отношения и регион. соц.-экон. политика. - 2002. - № 9. - С. 6-19; Федерализм. - 2008. - № 4. - С. 123-154.
- Бернштам Е.С.**  
Инвестиционная среда российских регионов: объемные и структурные изменения / Е. С. Бернштам // Федератив. отношения и регион. соц.-экон. политика. - 2006. - № 8. - С. 2-15.
- Бернштам Е.С.**  
Факторы и показатели инвестиционной привлекательности российских регионов / Е. С. Бернш-



- там, А. В. Кузнецов // Федератив. отношения и регион. соц.-экон. политика. - 2002. - № 10. - С. 3-12.
11. **Блинов А.**  
Методы привлечения инвестиционных ресурсов на муниципальном уровне / А. Блинов // Инвестиции в России. - 2010. - № 10. - С. 30-33.
  12. **Блинов А.**  
Управление инвестиционной привлекательностью региона / А. Блинов, И. Орлова // Инвестиции в России. - 2011. - № 12. - С. 3-6.
  13. **Бочко В.С.**  
Инвестиционная деятельность и удержание индустриального уровня экономики / В. С. Бочко // Изв. Урал.гос. экон. ун-та. - 2004. - № 4. - С. 118-126.
  14. **Бурцева Т.**  
Характеристика инвестиционной привлекательности города / Т. Бурцева // Муницип. экономика. - 2004. - № 3. - С. 2-12.
  15. **Бухвальд Е.М.**  
Инвестиционная ситуация и фактор собственности: региональный уровень взаимодействия / Е. М. Бухвальд // Пробл. прогнозирования. - 1999. - № 3. - С. 78-86.
  16. **Валиуллин Х.Х.**  
Неоднородность инвестиционного пространства - России: региональный аспект / Х. Х. Валиуллин, Э. Р. Шакирова // Пробл. прогнозирования. - 2004. - № 1. - С. 157-165.
  17. **Виленчик В.**  
Выпуск облигаций местными органами власти / В. Виленчик // Рынок цен.бумаг. - 2009. - № 10. - С. 71-76.
  18. **Вишневская М.**  
Русские наследники Котлера: [Рынок маркетинговыхисслед.] / М. Вишневская // Эксперт. - 2004. - № 40. - С. 49-50.
  19. **Вишнякова Г.В.**  
Иностранный капитал в российских регионах / Г. В. Вишнякова // Ресурсы регионов России. - 2009. - № 1. - С. 2-7.
  20. **Гранберг А.Г.**  
Стратегия территориального социально-экономического развития России: от идеи к реализации // Вопросы экономики. - 2007. - №1
  21. **Гранберг А.Г.**  
Основы региональной экономики. Вопросы экономики, 2001. с-41
  22. **Гретченко А.И.**  
Перспективы совершенствования видов государственного регулятивного участия в инвестиционной сфере региона / А. И. Гретченко, М. Р. Зембатов // Федератив. отношения и регион. соц.-экон. политика. - 2002. - № 11. - С. 7-12.
  23. **Гришина И.**  
Комплексная оценка инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности российских регионов: методика определения и анализ взаимосвязей / И. Гришина, А. Шахназаров, И. Ройзман // Ивестиции в России. - 2006. - № 4. - С. 5-16.
  24. **Гришина И.**  
Применение интегрального показателя инвестиционной привлекательности региона для среднесрочного прогнозирования инвестиционной активности в субъектах РФ / И. Гришина // Инвестиции в России. - 2009. - № 3. - С. 3-11.
  25. **Губанова Е.**  
Активизация инвестиционной деятельности в регионе / Е. Губанова // Федерализм. - 2005. - № 4. - С. 155-184.

26. **Гусева К.**  
Прогнозные оценки динамики регионального инвестиционного климата России / К. Гусева // Федерализм. - 2004. - № 1. - С. 215-224.
27. **Гусейнов Р.М.**  
Инвестиции в не сырьевую экономику (взгляд оптимиста) / Р. М. Гусейнов // Сиб. фин. шк. - 2007. - № 3. - С. 36-37.
28. **Данилова Т.Н.**  
Формирование инвестиционного климата в регионе / Т. Н. Данилова // Муницип. мир. - 1999. - № 6. - С. 55-57.
29. **Дерябина Я.**  
Сравнительный анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности российских регионов / Я. Дерябина // Инвестиции в России. - 2003. - № 8. - С. 9-19.
30. **Добрецов Н.Л.**  
Стратегические точки роста и проблемы государственной значимости в Сибири / Н. Л. Добрецов, А. Э. Конторович, В. В. Кулешов // Вестн. РАН. - 2001. - Т. 71, № 10. - С. 867-879.
31. **Ефимов В.**  
Города России: сравнительный анализ социально-экономических ситуаций 2000/2001 гг. / В. Ефимов, Ю. Честнов // Гор.упр. - 2003. - № 8. - С. 39-44.
32. **Ждан Г.В.**  
Подход к выделению приоритетных направлений региональной инвестиционной политики / Г. В. Ждан // Регион: экономика и социол. - 2000. - № 1. - С. 37-48.
33. **Журек С.**  
Инвестиции для Юга России: проблемы и решения / С. Журек, Л. Басс // Инвестиции в России. - 2001. - № 12. - С. 3-5.
34. **Журек С.**  
Пути привлечения иностранных инвестиций для Юга России / С. Журек, Л. А. Басс // Внеш. торговля. - 2001. - № 5/6. - С. 38-40.
35. **Зевин Л.**  
Инвестиционные проблемы СНГ / Л. Зевин, В. Дурнев, М. Стрепетова // О-во и экономика. - 2002. - № 1. - С. 89-113.
36. **Инвестиционная деятельность в странах СНГ**  
// Вопр. статистики. - 2003. - № 8. - С. 42-50.
37. **Инвестиционный рейтинг российских регионов. 1998-2008 годы**  
// Эксперт. - 2008. - № 39. - С. 20-44.
38. **Иркутская область: Регион.проект** // Эксперт. - 2003. - № 40. - С. 105-117.
39. **Караваев В.**  
Региональная инвестиционная политика: нужна корректировка курса / В. Караваев // Инвестиции в России. - 1999. - N 2. - С. 12-15.
40. **Кашина Н.**  
Инвестиции - условие развития области / Н. Кашина // Экономист. - 2004. - № 2. - С. 49-54.
41. **Кемеровская область: [Подборка ст.]**  
// Финансы России. - 2003. - № 3. - С. 17-37.
42. **Киров И.К.**  
Теоретические аспекты геомаркетинга / И. К. Киров // Маркетинг в России и за рубежом. - 2002. - № 4. - С. 8-12.
43. **Климова Н.И.**  
Инвестиционные параметры регионального развития: теоретико-методологические основы оценки / Н. И. Климова // Регион: экономика и социология. - 2000. - № 3. - С. 24-41.
44. **Клисторин В.И.**  
Комплексная оценка инвестиционных проектов в регионе / В. И. Клисторин, Т. С. Новикова, С.

- А. Суспицын // Анализ и моделирование экон. процессов переход. периодов России. - 1999. - Вып. 4. - С. 101-125.
45. **Клисторин В.И.**  
Подходы к оценке инвестиционной активности в регионах России / В. И. Клисторин, Д. С. Сандер // Регион: экономика и социология. - 2003. - № 1. - С. 113-132.
46. **Стратегия социально-экономического развития Ямало-Ненецкого автономного округа** / А. Э. Конторович, В. И. Суслов, А. М. Брехунцов и др.  
// Регион: экономика и социология. - 2003. - № 3. - С. 3-38.
47. **Коренев Н.Г.**  
Региональное развитие и приграничное сотрудничество / Н. Г. Коренев  
// Федератив. отношения и регион. соц.-экон. политика. - 2003. - № 1. - С. 3-9.
48. **Коростелев Ю.В.**  
Финансирование инвестиционной программы города в условиях формирования рыночных отношений: опыт Москвы / Ю. В. Коростелев // Финансы. - 1999. - № 6. - С. 10-13.
49. **Крецу Н.**  
Инвестиционная деятельность в Приморском крае / Н. Крецу, А. Коротченков  
// Пробл. Дал. Востока. - 1998. - N 1. - С. 62-68.
50. **Кувалин Д.Б.**  
Инвестиционная политика российских регионов / Д. Б. Кувалин // Пробл. прогнозирования. - 1999. - N 1. - С. 77-87.
51. **Кулешов В.В.**  
Анализ развития экономики федеральных округов: финансовый аспект / В. В. Кулешов, В. Д. Маршак // Регион: экономика и социология. - 2003. - № 1. - С. 3-13.
52. **Куценко В.В.**  
О механизмах региональной поддержки инвестиционных проектов / В. В. Куценко, В. И. Нефедкин // Сиб. фин. шк. - 1999.- N 1. - С. 64-66.
53. **Макаревич Л.**  
Российские банки как строители новой провинции / Л. Макаревич  
// О-во и экономика. - 2001. - № 2. - С. 47-97.
54. **Максимова Т.**  
Региональная инвестиционная политика: оценка потенциала и использование резервов / Т. Максимова // Рынок цен.бумаг. - 1999.- № 13. - С. 47-51.
55. **Малин Д.**  
Прямые иностранные инвестиции в экономике Москвы / Д. Малин  
// Инвестиции в России. - 2003. - № 4. - С. 11-14.
56. **Маркова Н.**  
Экономическое положение регионов России в условиях выхода на траекторию экономического роста / Н. Маркова // Федерализм. - 2002. - № 3. - С. 37-52.
57. **Марченко Г.**  
Инвестиционный рейтинг регионов России: проблемы составления и результаты / Г. Марченко, О. Мачульская // Рынок цен.бумаг. - 2009. - № 5. - С. 84-86.
58. **Марченко Г.**  
Исследование инвестиционного климата регионов России: проблемы и результаты / Г. Марченко, О. Мачульская // Вопр. экономики. - 1999. - № 9. - С. 69-79.
59. **Маршак А.**  
Благоприятен ли климат Сибири для инвестиций / А. Маршак // ЭКО. - 2000. - № 4. - С. 70-72.
60. **Маршак А.В.**  
Условия инвестиционной активности региона: (На прим. Новосиб. обл.) / А. В. Маршак, В. Д. Маршак // Регион: экономика и социол. - 1999. - № 4. - С. 130-142.

61. **Мельников Б.**  
Инвестиционный рынок: конъюнктура 2001 года / Б. Мельников, В. Марковская, А. Шкуренко // Инвестиции в России. - 2002. - № 5. - С. 16-25.
62. **Могзоев А.**  
К теории инвестиционной привлекательности региона / А. Могзоев // Инвестиции в России. - 2002. - № 2. - С. 40-41.
63. **Морозов М.А.**  
Маркетинговые исследования российского рынка туризма / М. А. Морозов // Маркетинг в России и за рубежом. - 1998. - N 5. - С. 50-64.
64. **Московская область: Регион.проект: [Подборка ст.]**  
// Эксперт. - 2003. - № 27/28. - С. 79-94.
65. **Мухетдинова Н.**  
Инвестиционная политика: диалектика федерального и регионального уровней / Н. Мухетдинова // Рос.экон. журн. - 2000. - № 1. - С. 49-56.
66. **Мухетдинова Н.**  
Стимулирование инвестиций как фактор социальной стабильности в регионе / Н. Мухетдинова // Экономист. - 2000. - № 2. - С. 65-70.
67. **Нелюбин В.**  
В поисках триллионов: Инвестиции в Сибирь / В. Нелюбин // Эксперт-Сибирь. - 2003. - № 1. - С. 9-11.
68. **Новиков А.**  
Новый перспективный сегмент российского фондового рынка / А. Новиков, А. Коланьков // Рынок цен.бумаг. - 1999. - № 8. - С. 4.
69. **Новиков А.В.**  
Эмитенты Сибири: оценка инвестиционной привлекательности проектов развития производства в регионах / А. В. Новиков, И. Я. Новикова // Сиб. фин. шк. - 1999.- № 4. - С. 39-47.
70. **Ованесов А.**  
Разным инвесторам - разная политика / А. Ованесов // Эксперт. - 2001. - № 30. - С. 36.
71. **Панкрухин А.П.**  
Территориальный маркетинг / А. П. Панкрухин // Маркетинг в России и за рубежом. - 1999. - № 5. - С. 99-122; N 6. - С. 101-121.
72. **Перминов И.**  
Когда деньги приходят сами: Увеличение инвестиц. потенциала региона / И. Перминов // Финансы России. - 2003. - № 12. - С. 34-36.
73. **Поздняков А.М.**  
Инвестиционная компонента региональной экономической политики / А. М. Поздняков, С. А. Суспицын // Регион: экономика и социол. - 1998. - N 4. - С. 87-106.
74. **Смирнов А.**  
Тенденции формирования инвестиционного климата Красноярского края в 1998-2000 гг. / А. Смирнов, Н. Фирюлина, Д. Кацик // Инвестиции в России. - 2003. - № 5. - С. 12-22.
75. **Составляющие инвестиционного климата: Рейтинг регионов** // Эксперт. - 2001. - № 41. - С. 106-109.
76. **Суспицын С.А.**  
Подходы к оценке приоритетов региональной инвестиционной политики / С. А. Суспицын // Регион: экономика и социология. - 2002. - № 2. - С. 25-44.
77. **Суспицын С.А.**  
Принципы и методические схемы построения инвестиционных трансфертов государственной поддержки регионального развития / С. А. Суспицын // Регион: экономика и социология. - 2001. - № 1. - С. 55-75.

78. **Тастевен М.**  
Условия формирования благоприятного регионального инвестиционного климата / М. Тастевен  
// Экономист. - 2001. - № 11. - С. 44-47.
79. **Татевосян Г.**  
Региональная инвестиционная политика: опыт формирования / Г. Татевосян  
// Инвестиции в России. - 1999.- № 12. - С. 13-17.
80. **Тимофеева Е.**  
Плацдарм для инвестиций / Е. Тимофеева // Эксперт. - 2000. - № 49. - С. 81-84.
81. **Трофимов А.М.**  
Территориальный аспект исследования инвестиционного климата региона / А. М. Трофимов, Е.  
Н. Королева, В. А. Рубцов // Регионология. - 2001. - № 2. - С. 167-178.
82. **Урбазаев М.**  
Опыт привлечения средств в Республику Бурятия / М. Урбазаев, Б. Урбазаев  
// Инвестиции в России. - 1998. - N 4. - С. 15.