

Министерство образования и науки Российской Федерации

Саратовский социально-экономический институт (филиал)
РЭУ им. Г.В. Плеханова

**Е.А. Ермакова, Е.А. Нестеренко,
Ю.В. Семернина, А.А. Щербаков**

**РАЗВИТИЕ РЫНКА
СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ
В РОССИИ**

Саратов
2017

УДК 336.761
ББК 65.246
Е72

*Печатается по решению редакционно-издательского совета
ССЭИ (филиала) РЭУ им. Г.В. Плеханова*

Рецензенты:

доктор экономических наук, профессор *М.П. Придачук*,
кандидат экономических наук, доцент *Н.А. Истомина*

Ермакова Е.А., Нестеренко Е.А., Семернина Ю.В., Щербаков А.А.

Е72 Развитие рынка субфедеральных облигаций в России. – Саратов : Саратовский социально-экономический институт (филиал) РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2017. – 156 с.
ISBN 978-5-4345-0427-0

В монографии раскрываются теоретические и практические аспекты российского рынка субфедеральных облигаций как самостоятельного сегмента облигационного рынка. Представлены тенденции развития национального рынка субфедеральных облигаций, выделены присущие им специфические особенности, рассмотрена методика оценки инвестиционной привлекательности этих финансовых инструментов, а также новации, нацеленные на повышение эффективности российского рынка субфедеральных облигаций.

Для студентов, магистрантов и аспирантов вузов экономических направлений, преподавателей экономических дисциплин, научных работников, а также слушателей системы дополнительного профессионального образования.

*Работа выполнена в рамках государственного задания № 26.648.2014/К:
«Разработка механизма повышения устойчивости наукоемких производств
в условиях усиления внешнеэкономических рисков
и финансовых ограничений развития».*

**УДК 336.761
ББК 65.246**

ISBN 978-5-4345-0427-0

© Ермакова Е.А., Нестеренко Е.А.,
Семернина Ю.В., Щербаков А.А., 2017
© Саратовский социально-
экономический институт (филиал)
РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2017

Оглавление

<i>Введение</i>	4
<i>Глава 1. Теоретические аспекты исследования рынка субфедеральных облигаций</i>	7
1.1. Экономическая сущность субфедеральных облигаций	7
1.2. Классификация субфедеральных облигаций	19
1.3. Специфика субфедеральных облигаций как финансовых инструментов.....	31
<i>Глава 2. Специфика функционирования российского рынка субфедеральных облигаций</i>	43
2.1. Методологические принципы и условия выпуска субфедеральных облигаций	43
2.2. Структурно-динамический анализ рынка субфедеральных облигаций в России.....	54
2.3. Особенности российского рынка субфедеральных облигаций	69
2.4. Методика оценки инвестиционной привлекательности субфедеральных облигаций.....	82
<i>Глава 3. Совершенствование механизмов активизации рынка субфедеральных облигаций</i>	93
3.1. Факторы, влияющие на развитие российского рынка субфедеральных облигаций	93
3.2. Комплекс мер по повышению эффективности функционирования национального рынка субфедеральных облигаций	110
<i>Заключение</i>	123
<i>Список использованных источников</i>	127
<i>Приложения</i>	137

Введение

Становление рыночной экономики в России способствовало интенсивному развитию национального облигационного рынка. Буквально в течение нескольких десятилетий он трансформировался из слабо регулируемого на законодательном уровне, ограниченного по объему и количеству участников внебиржевого рынка со слабо развитой инфраструктурой в четко регулируемый биржевой рынок, характеризующийся наличием современной рыночной инфраструктуры и значительным количеством участников.

Необходимо отметить, что развитие российского облигационного рынка проходило очень быстро: если в начале 1990-х гг. он фактически отсутствовал, то, по данным *RusBonds*, в настоящее время его совокупный объем по номинальной стоимости облигаций, находящихся в обращении, превышает 10 трлн руб. При этом разные сегменты отечественного облигационного рынка развивались крайне неравномерно: в абсолютном выражении быстрее всего росли рынки корпоративных и государственных облигаций, в то время как рынок субфедеральных облигаций по-прежнему остается относительно небольшим в масштабах всего рынка публичных долговых обязательств в целом (доля субфедеральных облигаций не превышает 9% по количеству облигационных выпусков и 8% по их номинальной стоимости).

Тем не менее в настоящее время в условиях ограниченного доступа к зарубежным долговым рынкам и резкого роста среднего уровня процентных ставок вопросы эффективного функционирования и дальнейшего развития российского рынка субфедеральных облигаций становятся чрезвычайно актуальными, так как все участники этого рынка непосредственно заинтересованы в размещении новых выпусков субфедеральных облигаций: для эмитентов их размещение становится одним из наиболее привлекательных способов привлечения финансовых ресурсов, для профессиональных посредников – одним из немногих источников дохода на рынке первичных размещений ценных бумаг, для инвесторов – качественным активом, характеризующимся в текущей ситуации оптимальным соотношением ожидаемой доходности и принимаемого риска.

Одновременно нужно акцентировать внимание на том, что до настоящего момента целый ряд важнейших теоретических и прикладных вопросов, связанных с функционированием российского рынка субфедеральных облигаций, остается практически неразработанным (так, в специализированной научной литературе проблематика субфедеральных облигаций или не исследуется в принципе, или субфедеральные облигации вообще не рассматриваются учеными как самостоятельная группа (категория) публичных долговых обязательств).

Помимо этого в немногочисленных публикациях по данной тематике основное внимание уделяется рассмотрению отдельных явлений или событий, происходивших на этом рынке, причем в значительной части подобных работ фактически игнорируется специфика анализируемого рынка (прежде всего, специфика субфедеральных облигаций как финансовых инструментов) и не предпринимается попыток выявления проблем, препятствующих его эффективной работе.

Несмотря на возрастающий интерес к отечественному рынку субфедеральных облигаций со стороны научного сообщества, необходимо признать, что многие важные теоретические научные проблемы до сих пор не решены (в частности, в литературе по рынку ценных бумаг по-прежнему отсутствует общепринятая трактовка термина «субфедеральная облигация», слабо разработанной остается их классификация, а также практически неисследованными являются особенности субфедеральных облигаций как финансовых инструментов).

Очень много дискуссионных моментов при исследовании данного рынка существует и с методологической точки зрения (так, практически неизученными остаются методологические принципы выпуска субфедеральных облигаций, а также не раскрыты специфические особенности российского рынка субфедеральных облигаций). Выявление проблем, препятствующих развитию российского рынка субфедеральных облигаций, и разработка рекомендаций, направленных на их решение, также пока не стали предметом самостоятельного исследования.

Монография состоит из введения, трех глав, включающих девять параграфов, заключения, списка использованных источников и приложений.

В первой главе «Теоретические аспекты исследования рынка субфедеральных облигаций» раскрывается сущность субфедеральных облигаций, систематизируются подходы к их классификации и рассматриваются концептуальные особенности субфедеральных облигаций как финансовых инструментов.

Во второй главе **«Специфика функционирования российского рынка субфедеральных облигаций»** исследуются условия эмиссии субфедеральных облигаций, проводится структурно-динамический анализ данного рынка, выявляются его специфические особенности, а также разрабатывается методика оценки инвестиционной привлекательности субфедеральных облигаций.

В третьей главе **«Совершенствование механизмов активизации рынка субфедеральных облигаций»** выделяются основные проблемы, препятствующие развитию отечественного рынка субфедеральных облигаций, а также разрабатываются рекомендации, ориентированные на их решение и, соответственно, повышение эффективности функционирования исследуемого рынка.

Глава 1. Теоретические аспекты исследования рынка субфедеральных облигаций

1.1. Экономическая сущность субфедеральных облигаций

По мировым стандартам российский облигационный рынок возник относительно недавно: его новейшая история насчитывает всего лишь около 20 лет, однако национальный рынок очень быстро эволюционировал и к настоящему времени превратился в один из важнейших механизмов, способствующих трансформации сбережений в инвестиции, причем сейчас его возможности для привлечения капитала используются самыми разнообразными эмитентами, преследующими различные цели (с точки зрения объема привлечения ресурсов, их срочности и стоимости).

Одним из важнейших сегментов отечественного рынка облигаций является сегмент субфедеральных облигаций¹, научно-практический интерес к изучению которого на протяжении последних нескольких лет значительно возрос.

С одной стороны, пристальное внимание, уделяемое исследователями данному сегменту российского рынка облигаций, объясняется тем, что в рамках сформировавшейся в нашей стране системы госу-

¹ В научной литературе часто встречаются и альтернативные термины, в частности, «сегмент субфедеральных заимствований», «сегмент публичных субфедеральных долговых обязательств», «сегмент региональных облигаций». Кроме того, в аналитических материалах профессиональных участников рынка ценных бумаг нередко используется термин «рынок субфедеральных облигаций».

дарственных финансов, предполагающей значительные объемы перераспределения денежных потоков между бюджетами различных уровней и высокий уровень зависимости региональных бюджетов от федерального бюджета, эмиссия облигаций рассматривается ими как один из способов финансирования бюджетного дефицита, который нередко носит систематический характер. Актуальность облигационного финансирования текущих расходов региональных бюджетов резко возросла в последние несколько лет, когда в рамках реализации майских указов Президента Российской Федерации, нагрузка на региональные бюджеты заметно возросла, а их доходы в результате замедления темпов роста отечественной экономики, напротив, сократились, что объективно привело к росту масштабов бюджетного дефицита на уровне отдельных регионов и, соответственно, подтолкнуло их к выходу на облигационный рынок, причем некоторые субъекты Российской Федерации провели размещение дебютных выпусков облигаций¹.

С другой стороны, облигационное финансирование может быть использовано как один из эффективных инструментов регионального развития, так как ресурсы, привлекаемые при размещении облигаций, могут быть направлены на финансирование среднесрочных и долгосрочных целевых программ или инвестиционных проектов, которые, пусть и со значительным временным лагом, дают положительный мультипликативный эффект для экономики субъекта Российской Федерации и в конечном счете для экономики страны в целом. Принципиальная важность использования облигационного финансирования как инструмента регионального развития обусловлена тем, что оно позволяет реализовывать те инвестиционные проекты, которые по различным причинам не являются привлекательными для частного капитала (например, в силу своей масштабности, длительного срока реализации, относительно невысокого уровня внутренней доходности), но создают долгосрочный потенциал для развития региона (в частности, реализация инфраструктурных проектов в области дорожно-транспортного и энергетического строительства способствует повышению привлекательности региона для размещения новых производств).

¹ См.: *Ермакова Е.А.* Государственные финансы в финансовой системе России // *Финансы и кредит.* 2007. № 3. С. 32–40; *Зеленский Ю.Б.* Структура регионального госдолга: как не оказаться в тупике? // *Деньги и кредит.* 2012. № 5. С. 12–41; *Ермакова Е.А., Семернина Ю.В.* Привлекательность облигационного финансирования расходных обязательств субъекта Российской Федерации в условиях роста региональных долгов // *Региональная экономика: теория и практика.* 2013. № 44. С. 14–27.

Тем не менее, несмотря на важность и актуальность данной проблематики в российской экономической литературе, многие теоретические и методологические вопросы остаются недостаточно изученными: в подавляющем большинстве научных исследований, касающихся отечественного рынка ценных бумаг, акцент делается на анализе рынка акций, в то время как национальный облигационный рынок анализируется максимально обобщенно, причем в основном специалисты рассматривают вопросы общетеоретического характера, не учитывая специфики российского рынка субфедеральных облигаций, которая может иметь принципиальное значение.

Так, подавляющее большинство зарубежных облигационных рынков являются преимущественно внебиржевыми рынками, а при совершении сделок на них большую роль играют специализированные профессиональные участники, объявляющие «твердые» котировки на покупку и продажу ценных бумаг в определенном объеме, в то время как российский рынок облигаций в основном является биржевым, причем в нашей стране практически все сделки с облигациями совершаются на Московской бирже. Таким образом, биржевой характер российского облигационного рынка в целом и рынка субфедеральных облигаций в частности будет непосредственно влиять на характер ценообразования облигаций, средний размер совершаемых сделок, их частоту, минимальный размер сделки и т.д.

Что же касается специализированных исследований, в которых поднимаются вопросы, непосредственно связанные с функционированием облигационного рынка, то в них либо достаточно подробно анализируются другие сегменты российского рынка облигаций, прежде всего сегмент государственных облигаций и сегмент корпоративных облигаций, которые по своему размеру (в частности, по номинальной стоимости облигаций, находящихся в обращении) кратно превышают сегмент рынка субфедеральных облигаций, либо проводится детальный анализ отдельных явлений или событий, происшедших на этом рынке (в частности, унификация биржевых торгов облигациями (длительное время облигации федерального займа и облигации Банка России торговались в отдельной секции рынка, и только в 2012 г. все облигации на Московской бирже стали торговаться в одной секции), прямой доступ иностранных инвесторов на рынок государственных облигаций через международные расчетные системы *Euroclear* и *Clearstream* и пр.).

В связи с этим в настоящий момент в российской научной литературе большинство теоретических вопросов, связанных с исследованием сегмента субфедеральных облигаций, по-прежнему относится

к разряду дискуссионных. В частности, до сих пор в специализированной литературе отсутствует единая трактовка самого термина «субфедеральная облигация», так как в отечественном законодательстве определения данного термина нет, а в научных публикациях существует несколько альтернативных точек зрения относительно содержания данной дефиниции.

Так, в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ дается лишь общая трактовка термина «облигация», под которой понимается «эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт»¹, т.е. обособленно термин «субфедеральная облигация» в данном нормативном акте не рассматривается. Тем не менее в нем отмечается, что эмитентом является «юридическое лицо, исполнительный орган государственной власти, орган местного самоуправления, которые несут от своего имени или от имени публично-правового образования обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами»². Фактически в федеральном законе облигация понимается как эмиссионная долговая ценная бумага (или в более широком понимании – долговой финансовый инструмент), а также определяется круг потенциальных эмитентов облигаций.

В другом нормативном акте – Федеральном законе «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ, регулирующем «порядок возникновения в результате осуществления эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг и исполнения обязательств Российской Федерации, субъектов Российской Федерации, муниципальных образований», «процедуру эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг и особенности их обращения» и «порядок раскрытия информации эмитентами указанных ценных бумаг в части, не регламентированной законодательством Российской Федерации»³, – определения терминов «субфедеральная ценная бумага» и «субфедеральная облигация» непосредственно не дается, однако в нем пред-

¹ URL: http://base.garant.ru/10106464/1/#block_110 (дата обращения: 29.06.2014).

² Там же.

³ URL: http://base.garant.ru/12112511/1/#block_100 (дата обращения: 29.06.2014).

лагается выделять две группы ценных бумаг – государственные ценные бумаги и муниципальные ценные бумаги, а в рамках группы государственных ценных бумаг выделяются «государственные ценные бумаги Российской Федерации и государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации»¹.

При этом в данном законе конкретизируется понятие «эмитентов государственных и муниципальных ценных бумаг», которыми «являются соответственно исполнительные органы государственной власти и местные администрации, которые выпускают от имени публично-правового образования ценные бумаги и несут обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных этими ценными бумагами», причем особо уточняется, кто может выступать в качестве эмитентов таких бумаг²:

- «эмитентом государственных ценных бумаг Российской Федерации выступает Правительство Российской Федерации или уполномоченный им федеральный орган исполнительной власти»;

- «эмитентом государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации выступает высший исполнительный орган государственной власти субъекта Российской Федерации либо финансовый орган субъекта Российской Федерации, наделенные законом субъекта Российской Федерации правом на осуществление государственных заимствований субъекта Российской Федерации»;

- «эмитентом муниципальных ценных бумаг выступает местная администрация, наделенная уставом муниципального образования правом на осуществление муниципальных заимствований».

Примечательно, что в этом же законе отмечается следующее: «Государственные и муниципальные ценные бумаги могут быть выпущены в виде облигаций или иных ценных бумаг, относящихся к эмиссионным ценным бумагам...». Таким образом в явном виде подчеркивается предпочтительность выпуска облигаций перед прочими эмиссионными ценными бумагами.

Данный факт обусловлен тем, что в федеральном законе «О рынке ценных бумаг» приводятся такие термины, как «акция», «опцион эмитента» и «российская депозитарная расписка», в отношении которых однозначно указывается, что они являются «эмиссионными ценными бумагами», однако в России эмитенты государственных ценных бумаг Российской Федерации, государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг (в трактовке федерального закона «Об особенностях эмиссии и об-

¹ URL: http://base.garant.ru/12112511/1/#block_100 (дата обращения: 29.06.2014).

² Там же.

ращения государственных и муниципальных ценных бумаг») априори не могут являться эмитентами акций, опционов эмитента¹ и российских депозитарных расписок. Так, в соответствии с федеральным законом «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ «акционерным обществом <...> признается коммерческая организация, уставный капитал которой разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательственные права участников общества (акционеров) по отношению к обществу»,² а не один из перечисленных выше эмитентов государственных и муниципальных ценных бумаг в принципе не может являться коммерческой организацией, а в соответствии с законом «О рынке ценных бумаг» «эмитентом российских депозитарных расписок является депозитарий, созданный в соответствии с законодательством Российской Федерации, отвечающий установленным нормативными актами Банка России требованиям к размеру собственного капитала (собственных средств) и осуществляющий депозитарную деятельность не менее трех лет»³.

Что же касается других ценных бумаг, представленных на российском биржевом спот-рынке,⁴ – инвестиционных паев, то, как зафиксировано в Федеральном законе «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ, инвестиционные паи вообще не являются эмиссионными ценными бумагами⁵.

Подводя итог всему сказанному, можно констатировать, что на текущем этапе развития отечественного биржевого рынка ценных бумаг их группировка, используемая в законе «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг», фактически может рассматриваться как группировка облигаций, т.е. можно выделить государственные облигации Российской Федерации, государственные облигации субъектов Российской Федерации и муниципальные облигации.

Необходимо отметить, что все зарубежные и отечественные исследователи сходятся в понимании сущности облигации как долговой ценной бумаги, причем многие отечественные специалисты используют вариант трактовки этого термина, приведенного в действующем законодательстве либо его крайне незначительные моди-

¹ Стоит отметить, что в отечественной практике опционы эмитента вообще практически не используются.

² URL: http://base.garant.ru/10105712/1/#block_100 (дата обращения: 30.06.2014).

³ URL: http://base.garant.ru/10106464/6/#block_500 (дата обращения: 30.06.2014).

⁴ По нашему мнению, российский биржевой рынок производных финансовых инструментов (фьючерсов и маржируемых опционов) не может рассматриваться эмитентами как один из способов привлечения капитала.

⁵ URL: http://base.garant.ru/12124999/3/#block_300 (дата обращения: 30.06.2014).

фикации, не подразумевающие наличия существенных смысловых нюансов. Однако даже те ученые, которые предлагают собственную трактовку данного термина не отрицают «долгового характера» облигаций. Например, Ф. Дж. Фабоцци определяет облигацию как «долговой инструмент, обязывающий эмитента (называемого также должником или заемщиком) в течение установленного промежутка времени выплатить кредитору (инвестору) взятую в займы сумму плюс процент»¹, а А.В. Якунина и Ю.В. Семернина, акцентируя внимание на существовании как купонных, так и дисконтных облигаций, предлагают несколько модифицированный вариант этого термина, а именно: «облигация – это долговой финансовый инструмент, обязывающий эмитента в течение установленного промежутка времени выплатить инвестору взятую в займы сумму с учетом определенного процента (для купонных облигаций) или произвести погашение облигаций по номинальной стоимости (для дисконтных облигаций)»².

Наиболее острые научные дискуссии, несмотря на то что в отечественной практике группировка облигаций по виду эмитентов является вполне традиционной, связаны с тем, какие именно облигационные выпуски необходимо включать в группу субфедеральных облигаций. По этому вопросу существует несколько альтернативных точек зрения, которые нередко прямо противоречат друг другу.

Некоторые исследователи вообще не выделяют субфедеральные облигации как отдельную группу облигаций.

В частности, в наиболее упрощенном виде все облигации вообще подразделяются только на две группы – государственные и корпоративные облигации, причем такая группировка встречается и в теоретических исследованиях (например, у В.А. Галанова³), и в материалах профессиональных участников российского рынка ценных бумаг (она упоминается в публикациях ООО «Первый доверительный управляющий»⁴, ОАО «Всероссийский банк развития регионов»⁵).

Можно предположить, что недостаточное внимание исследователей к сегменту субфедеральных облигаций объясняется его очень незначительной долей в общей структуре национального рынка обли-

¹ Фабоцци Ф.Дж. Рынок облигаций: Анализ и стратегии. 2-е изд., испр. и доп. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 14.

² Якунина А.В., Семернина Ю.В. Особенности облигации как финансового инструмента: теоретический анализ // Экономический анализ: теория и практика. 2012. № 39. С. 2–13.

³ См.: Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: учебник. М.: ИНФРА-М, 2007. С. 133–134.

⁴ См.: Официальный сайт ООО «Первый доверительный управляющий». URL: <http://vip.1-du.ru/news/370726/> (дата обращения: 30.06.2014).

⁵ См.: Официальный сайт ОАО «Всероссийский банк развития регионов». URL: <http://www.vbrr.ru/corporate/financing/HIA/> (дата обращения: 30.06.2014).

гаций. Так, например, за период 2006–2010 гг. совокупная доля облигаций субъектов Российской Федерации и муниципальных образований не превышала 5%, в то время как подавляющее большинство облигационных выпусков приходилось на государственные (федеральные) и корпоративные облигации¹.

Другой подход предполагает выделение большего количества групп, но без обособления субфедеральной облигаций. Так, по мнению Ф.Дж. Фабоцци,² на рынке облигаций необходимо выделять 6 секторов (или групп)³:

- 1) сектор казначейских облигаций;
- 2) сектор правительственных агентств;
- 3) муниципальный сектор;
- 4) корпоративный сектор;
- 5) сектор ценных бумаг, обеспеченных активами;
- 6) сектор ипотечного кредитования.

При этом исследователь отмечает, что «муниципальный сектор служит для привлечения денежных средств в бюджет правительств штатов и местных органов власти»⁴, т.е. он предлагает рассматривать облигации, выпущенные на уровне штатов и на уровне муниципалитетов, как одну группу облигаций.

Аналогичный по своей сути подход применяется и в рамках специализированного информационного проекта *RusBonds*, посвященного отечественному рынку облигаций, в котором при сегментировании рынка выделяются следующие сектора: сектор государственных облигаций, муниципальных облигаций, корпоративных облигаций, государственных еврооблигаций, муниципальных еврооблигаций, корпоративных еврооблигаций⁵.

Несколько иная группировка облигаций используется ЗАО «УК «Норд-Вест Капитал», специалисты которой в рамках одной из своих стратегий доверительного управления выделяют государственные, муниципальные и корпоративные облигации⁶.

¹ См.: Семернина Ю.В. Анализ структуры российского рынка облигаций // Экономический анализ: теория и практика. 2012. № 5. С. 31.

² Данная группировка предложена исследователем в отношении рынка облигаций США, однако, по мнению авторов, она имеет универсальный характер для всех национальных рынков, хотя на некоторых из них отдельные сектора могут быть представлены очень слабо или не представлены вообще.

³ См.: Фабоцци Ф.Дж. Рынок облигаций: Анализ и стратегии. 2-е изд., испр. и доп. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 15.

⁴ Там же.

⁵ См.: URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp (дата обращения: 01.07.2014).

⁶ См.: URL: <http://adinvest.ru/rus/services/69/81/272/83> (дата обращения: 01.07.2014).

Другие исследователи, напротив, выделяют субфедеральные облигации как самостоятельную группу.

Например, О.С. Беломытцева понимает под субфедеральными облигациями «облигации, эмиссия которых осуществлена от имени субъектов Российской Федерации», при этом она подчеркивает, что сам «термин “субфедеральная облигация” был введен специалистами-практиками»¹. В свою очередь муниципальными она считает «облигации, выпущенные муниципальными образованиями»², таким образом, исследователь четко разграничивает эти понятия.

Схожий подход в работах А.В. Якуниной и Ю.В. Семерниной, которые предлагают различать по признаку резидентности облигации резидентов (российских заемщиков) и облигации нерезидентов (иностранных заемщиков), а уже потом подразделяют облигации резидентов на государственные облигации, субфедеральные и муниципальные облигации, корпоративные облигации³.

Отдельно идентифицируются субфедеральные облигации и при организации торгов на Московской бирже, при этом выделяются такие группы облигаций, как государственные облигации, субфедеральные облигации, муниципальные облигации, облигации международных финансовых организаций и корпоративные облигации⁴.

Как самостоятельную группу рассматривают субфедеральные облигации и многие профессиональные участники отечественного фондового рынка (в том числе ОАО «Брокерский Дом «Юнити Траст»⁵, Траст»⁵, ЗАО «Тринфико»⁶, ООО «УРАЛСИБ Кэпитал»⁷).

Как нам представляется, наиболее логичным и обоснованным представляется подход, подразумевающий выделение субфедеральных облигаций как самостоятельной группы облигаций.

По нашему мнению, рассмотрению субфедеральных облигаций в таком качестве на отечественном облигационном рынке препятствует три фактора.

¹ Беломытцева О.С. Субфедеральные и муниципальные облигации: тенденции развития рынка и элементы управления долгом // Вестник Томского государственного университета. 2006. № 292 (II). С. 288–293.

² Там же.

³ См.: Якунина А.В., Семернина Ю.В. К вопросу о классификации облигаций // Финансы и кредит. 2012. № 48. С. 4.

⁴ См.: URL: <http://moex.com/s6> (дата обращения: 02.07.2014).

⁵ См.: URL: <http://www.untr.ru/school/online/lesson4.php> (дата обращения: 02.07.2014).

⁶ См.: URL: http://www.trinfico.ru/securities_markets/obligi.html (дата обращения: 02.07.2014).

⁷ См.: URL: <http://www.uralsibcap.ru/fixed-income/reports-archive.do> (дата обращения: 02.07.2014).

Во-первых, исторически термин «субъект Российской Федерации» возник позже, чем была осуществлена первая эмиссия субфедеральных облигаций.

Например, В. Вайсберг и А. Ермак пишут в этом отношении следующее: «В январе 1992 г. глава администрации Хабаровского края Виктор Ишаев подписал решение о выпуске муниципального займа на сумму 200 млн неденоминированных руб. Муниципальным этот заем был назван не случайно: понятие “субъект Федерации” появилось в Конституции только в 1993 г.»; при этом в отношении данного выпуска облигаций специалисты отмечают: «Регистрация выпуска состоялась в начале марта 1992 г. Объем эмиссии составил 150 млн неденоминированных рублей, срок обращения – 3 года. Ставка годового купона была установлена в размере 20% годовых»¹.

Иными словами, на первоначальном этапе развития этого рынка в России возникла довольно интересная ситуация: сначала Хабаровский край осуществил эмиссию облигаций, получивших название «муниципальных облигаций», затем в законодательстве появился термин «субъект Российской Федерации», а потом в деловом обороте стало использоваться понятие «субфедеральные облигации», под которыми в наиболее общем случае стали пониматься облигации, выпущенные субъектами Российской Федерации, т.е. фактически участники рынка «переименовали» уже обращавшиеся облигационные выпуски.

Во-вторых, относительно небольшой размер этого сегмента в масштабах национального биржевого рынка облигаций².

Так, по данным информационно-торговой системы *QUIK* по состоянию на 30 июня 2014 г. на Московской бирже обращалось 1 082 выпуска облигаций, совокупная номинальная стоимость которых с учетом амортизации составляла 10 009,2 млрд руб. Если использовать группировку облигаций, применяемую Московской биржей, то наиболее крупным сегментом российского рынка по номинальной стоимости обращающихся бумаг был сегмент корпоративных облигаций³ (915 выпусков на 4 956,6 млрд руб.), затем следовали сегменты: государственных облигаций (47 выпусков на 4 190,4 млрд руб.), субфедеральных облигаций (95 выпусков на 775,0 млрд руб.), облигаций международных финансо-

¹ Вайсберг В., Ермак А. Субфедеральные займы: вперед в прошлое. URL: http://www.region.ru/o-gruppe/press-tsentr/region-v-smi/CBRew_11-2013.pdf (дата обращения: 02.07.2014).

² В настоящее время практически все выпуски субфедеральных облигаций представлены на Московской бирже.

³ Включая биржевые облигации.

вых организаций (17 выпусков на 95,0 млрд руб.) и муниципальных облигаций (8 выпусков на 12,2 млрд руб.)¹.

Соответственно, на долю субфедеральных облигаций приходилось 8,78% рынка по количеству облигационных выпусков и 7,74% рынка по номинальной стоимости облигаций, а доля муниципальных облигаций составляла всего 0,74% по количеству облигационных выпусков и 0,12% по их номинальной стоимости.

Как мы полагаем, именно из-за небольшого размера сегментов субфедеральных и муниципальных облигаций они нередко рассматриваются специалистами или как один сегмент, или вообще объединяются с сегментом государственных облигаций, т.е. распространение «упрощенных» группировок облигаций носит преимущественно утилитарный характер (иными словами, на практике участникам рынка облигаций просто удобнее применять укрупненные группировки облигаций).

В-третьих, с учетом перераспределительного характера национальной бюджетной системы участникам рынка довольно сложно оценить риски инвестирования в отдельные выпуски субфедеральных облигаций².

При этом на рынке существует общее понимание того, что доходность субфедеральных облигаций должна быть несколько выше доходности государственных облигаций Российской Федерации, т.е. государственные облигации рассматриваются как некие эталонные бумаги, имеющие минимальную доходность, однако основная проблема заключается в корректной оценке этой разницы в доходности (или величины кредитного спреда). Дело в том, что большинство субъектов Российской Федерации в течение длительного времени имеют дефицитный бюджет (ситуация «хронического дефицита»), который покрывается различными способами, в том числе и за счет поступлений из федерального бюджета. Иначе говоря, способность субъекта Российской Федерации обслуживать свои обязательства по облигационным выпускам в определенной мере зависит от поддержки из федерального бюджета. Следовательно, при подобном подходе с точки зрения инвесторов уровень риска (в частности, кредитного риска), присущего государственным, субфедеральным и муниципальным облигациям в целом отличается незначительно, причем это отчетливо проявляется в отношении субфедеральных и

¹ См.: Официальный сайт ЗАО «АРКА Текнолоджиз». URL: <http://www.quik.ru> (дата обращения: 02.07.2014).

² См.: *Ермакова Е.А., Попов М.В.* Бюджетная система Российской Федерации: учебник. Саратов: СГСЭУ, 2013.

муниципальных облигаций, так как фактор федеральной поддержки является системно значимым и для бюджетов субъектов Российской Федерации, и для местных бюджетов.

Тем не менее, несмотря на незначительный размер кредитного спреда, он все равно есть, т.е. в среднем доходность субфедеральных облигаций, пусть и незначительно, но все же выше доходности государственных облигаций (хотя в отношении отдельных выпусков возможно возникновение так называемых аномалий доходности, когда доходность субфедеральных облигаций численно равна или ниже доходности государственных облигаций соответствующей длительности, однако подобные аномалии имеют временный характер).

На наш взгляд, все перечисленные выше факторы носят субъективный характер: хронология появления отдельных терминов, упрощенный подход к группировкам облигаций и незначительная величина кредитного спреда не могут рассматриваться как существенные аргументы против выделения субфедеральных облигаций как отдельной группы облигаций.

Помимо этого, мы полагаем, что выделение только государственных и муниципальных облигаций в целом не соответствует сложившейся в настоящее время структуре отечественной бюджетной системы, в рамках которой в соответствии с Бюджетным кодексом Российской Федерации выделяются три уровня: федеральный бюджет, бюджеты субъектов Российской Федерации и местные бюджеты¹.

Таким образом, логично выделять три группы облигаций – государственные, субфедеральные и муниципальные облигации, при этом, в зависимости от того, куда поступают привлеченные денежные средства, каждая из выделяемых групп облигаций должна соответствовать определенному уровню бюджетной системы (государственные облигации – федеральному бюджету, субфедеральные облигации – бюджетам субъектов Российской Федерации, муниципальные облигации – местным бюджетам). Более упрощенные группировки (выделение только государственных облигаций или государственных и муниципальных облигаций) не учитывают этого принципиально важного момента.

Резюмируя все сказанное ранее, мы считаем необходимым обособленное выделение субфедеральных облигаций на российском рынке и предлагаем использовать следующее уточненное определение данного термина: *субфедеральные облигации* – это облигации субъектов Российской Федерации, эмитентами которых выступают высшие исполнительные органы государственной власти или финан-

¹ См.: URL: http://base.garant.ru/12112604/3/#block_20003 (дата обращения: 02.07.2014).

совые органы субъектов Российской Федерации (при наличии у них таких полномочий), денежные средства от размещения которых вне зависимости от целей и параметров выпуска облигаций поступают в их бюджеты.

1.2. Классификация субфедеральных облигаций

Рассмотрев экономическую сущность субфедеральных облигаций, мы считаем необходимым перейти к исследованию вопросов, связанных с их классификацией.

Высокая теоретическая и практическая значимость данной группы вопросов связана с тем, что и в зарубежной, и в отечественной практике до настоящего времени просто не существует единой классификации субфедеральных облигаций, признаваемой большинством исследователей, причем возникающие в этой области научные дискуссии нередко имеют принципиальный характер. В частности, научные дебаты ведутся не только относительно отдельных параметров используемых группировок, но и относительно самих применяемых критериев.

Следует отметить, что практически все существующие группировки облигаций, а также их классификации являются универсальными, т.е. они, безусловно, могут использоваться при исследовании сегмента субфедеральных облигаций, но при этом подобные группировки изначально отличаются высоким уровнем обобщения и не учитывают ряда особенностей субфедеральных облигаций как таковых. Что же касается специализированных классификаций субфедеральных облигаций, то, как нам представляется, пока они остаются практически неразработанными (по крайней мере, сейчас нельзя говорить даже о существовании единого подхода к классификации субфедеральных облигаций).

В значительной степени ситуация осложняется еще и тем, что непосредственное применение разработок зарубежных исследователей и прямой перенос опыта других стран, как правило, затруднены или вообще невозможны. Например, в силу специфики российской нормативно-правовой базы (отдельные виды облигаций, эмитируемых на зарубежных рынках, вообще не регулируются в рамках действующих законодательных актов) или разницы в уровне развития отдельных отраслей и секторов экономики по сравнению с зарубежными странами (в нашей стране крайне слабо развита секьюритизация активов и, соответственно, выпуск облигаций, обеспеченных активами).

Принимая во внимание все сказанное выше, мы считаем необходимым проведение критического анализа существующих группировочных признаков и использование при построении классификации субфедеральных облигаций только тех из них, которые позволяют корректно отразить специфику этих финансовых инструментов, т.е. мы предлагаем не рассматривать общие группировочные признаки, применимые в отношении всех облигаций, а детально остановиться на частных признаках (как качественных, так и количественных), применяемых при построении группировок субфедеральных облигаций.

Как мы полагаем, в настоящее время общетеоретические вопросы, связанные с группировкой облигаций как таковых и их классификацией разработаны более или менее подробно (в частности, о высокой степени проработанности вопросов классификации облигаций свидетельствует тот факт, что сейчас научные споры в этой области ведутся не относительно выбора группировочных признаков, а относительно количества выделяемых групп, их наименований и т.п.), при этом вопросы группировки субфедеральных облигаций остаются слабо изученными.

Нужно заметить, что в российской научной литературе тема классификации субфедеральных облигаций вообще поднимается достаточно редко и почти всегда исследуется не комплексно, а сегментарно (чаще всего, исследователи выделяют ограниченное количество группировочных признаков, применимых в отношении субфедеральных облигаций).

Примечательно, что чаще всего в специализированной экономической литературе можно встретить группировку субфедеральных облигаций в зависимости от целей заимствований.

Так, Б.А. Колтынюк отмечает, что «основными целями выпуска <...> облигаций являются:

- финансирование бюджетного дефицита;
- оптимизация денежных потоков бюджета;
- повышение эффективности управления долгом»¹.

В свою очередь О.С. Беломытцева отмечает, что эмиссия субфедеральных облигаций может преследовать «следующие цели:

1. Финансирование дефицита бюджета субъекта Федерации <...>, в том числе:

- покрытие общего дефицита бюджета;
- покрытие краткосрочных кассовых разрывов;
- покрытие определенных целевых расходов эмитента, включая реструктуризацию задолженности.

¹Колтынюк Б.А. Инвестиции: учебник. СПб.: Изд-во Михайлова В. А., 2003. С. 44–45.

2. Финансирование целевых программ или конкретных проектов (предусматривается погашение выпуска частично или полностью за счет поступлений от проекта)»¹.

Несколько иной подход к группировке субфедеральных облигаций по данному признаку предлагает Ю.Е. Кривонос, отмечая, что целью их выпуска «является покрытие дефицита государственного бюджета, регулирование денежного обращения страны, финансирование государственных целевых программ, реструктуризация внутреннего и внешнего долга»².

Альтернативный подход к группировке облигаций по данному признаку предлагают А.Н. Дейнега, Т.Н. Харламова, С.В. Позднякова, О.А. Денисова, Н.В. Сарнычева, которые указывают, что «займы по целям заимствования делятся на:

- целевые, ориентированные на инвестиционный сектор экономики;
- нецелевые, ориентированные на финансовый (фиктивный) сектор», а «по характеру решаемых задач эмитируемые в России <...> займы подразделяются на три группы, и при принятии решения о выпуске ценных бумаг эмитенты ставят следующие задачи:

1) инвестиционные – для жилищного строительства и развития местной промышленности, производства, транспортной и социальной сферы;

2) социальные – для защиты сбережений населения от инфляции; финансирования социальных программ; создания новых рабочих мест; решения экологических проблем;

3) бюджетные – для финансирования текущих расходов бюджета; сглаживания неравномерностей поступления налоговых платежей в бюджет; погашения задолженности <...> бюджета перед предприятиями; решения проблемы взаимозачетов; снижения задолженности перед бюджетом по налогам»³.

В учебно-методических материалах Владивостокского государственного университета экономики и сервиса отмечается, что государственные ценные бумаги, в том числе и субфедеральные облигации, «выпускаются для:

1) финансирования дефицита государственного бюджета;

¹Беломытцева О.С. Субфедеральные и муниципальные облигации: тенденции развития рынка и элементы управления долгом // Вестник Томского государственного университета. 2006. № 292 (II). С. 288–293.

²Кривонос Ю.Е. Рынок ценных бумаг: конспект лекций. Таганрог: ТТИ ЮФУ, 2007. URL: <http://www.aup.ru/books/m241> (дата обращения: 12.07.2014).

³ Государственный долг: учеб.-метод. пособие / авт.-сост. А.Н. Дейнега, Т.Н. Харламова, С.В. Позднякова, О.А. Денисова, Н.В. Сарнычева. Тамбов: Изд-во ИП Чеснокова А. В., 2010. С. 69.

- 2) погашения ранее размещенных государственных займов;
- 3) финансирования целевых программ;
- 4) регулирования экономической активности»¹.

По нашему мнению, ни одна из представленных группировок субфедеральных облигаций по целям заимствований не отражает в полной мере специфику расходов их эмитентов, поэтому мы считаем необходимым проведение ее модификации, а также использование ряда дополнительных группировочных признаков.

В частности, все представленные выше группировки субфедеральных облигаций подразумевают, что денежные средства, привлеченные в результате их размещения, расходуются на какую-то одну цель (в частности, на финансирование дефицита бюджета субъекта Российской Федерации), хотя в действительности мононаправленность расходования средств в значительной степени является теоретической абстракцией.

Как отмечает Ю.В. Семернина, «облигационному финансированию <...> присущи следующие принципы: масштабность, долгосрочность, гибкость (вариативность), публичность, ликвидность», причем, по мнению автора: «Одним из основных принципов облигационного финансирования является его масштабность – привлечение посредством размещения облигаций значительных объемов финансовых ресурсов»², т.е. эмитенты субфедеральных облигаций привлекают финансовые ресурсы в довольно значительных объемах.

Так, по данным Московской биржи по состоянию на 30 июня 2014 г. средний объем одного выпуска субфедеральных облигаций составлял 8,16 млрд руб.,³ что предполагает мультинаправленность распределения финансовых средств, т.е. эмитенты субфедеральных облигаций, привлекая значительные объемы финансовых ресурсов, имеют возможность расходовать их для достижения нескольких целей. В связи с этим, в зависимости от количества целей заимствования мы предлагаем подразделять субфедеральные облигации на:

- **одноцелевые облигации (одна цель заимствований);**
- **многоцелевые облигации (более одной цели заимствований).**

¹ URL: <http://www.vvsu.ru/files/0648998C-0FE1-45B2-93A2-92036CA4967C.ppt> (дата обращения: 12.07.2014).

² Семернина Ю.В. Принципы и особенности облигационного финансирования российских хозяйствующих субъектов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2012. № 27. С. 13.

³ См.: Официальный сайт ЗАО «АРКА Текнолоджиз». URL: <http://www.quik.ru> (дата обращения: 13.07.2014).

В зависимости же от целей привлечения финансовых ресурсов мы предлагаем выделить следующие виды субфедеральных облигаций:

1) облигации, выпущенные для удовлетворения фактических потребностей эмитента в финансовых ресурсах;

2) облигации, выпущенные для реализаций эмитентом функций государственного управления.

На наш взгляд, важность данной группировки заключается в том, что она предельно четко отражает принципиальное отличие между субфедеральными и корпоративными облигациями, которые выпускаются исключительно для финансирования потребностей эмитента в финансовых ресурсах, т.е. на практике корпоративные эмитенты проводят эмиссию облигаций только в том случае, если им недостаточно собственных средств, а альтернативные источники привлечения ресурсов либо недоступны, либо по тем или иным критериям проигрывают облигационному финансированию.

В отличие от них эмитенты субфедеральных облигаций выполняют ряд функций государственного управления, для эффективной реализации некоторых из которых может потребоваться эмиссия облигаций, поэтому они могут осуществлять размещение своих долговых обязательств даже тогда, когда у них достаточно финансовых ресурсов для удовлетворения всех своих потребностей.

Например, субъект Российской Федерации может провести эмиссию облигаций для установления своеобразного ориентира – так называемого бенчмарка (*benchmark*) – по стоимости заимствований на региональном уровне, а уже после эмиссии субфедеральных облигаций предложить свои выпуски инвесторам могут региональные корпоративные эмитенты. Примечательно, что эмиссия субфедеральных облигаций для установления ориентира по доходности может осуществляться даже в том случае, если региональный бюджет является профицитным или текущие потребности в финансовых ресурсах уже удовлетворены ранее (для эмитентов корпоративных облигаций осуществление заимствований на облигационном рынке в таких условиях лишено экономического смысла).

В свою очередь облигации, выпущенные для удовлетворения фактических потребностей эмитента в финансовых ресурсах, по сущности финансируемых расходов можно подразделить на:

- облигации, выпущенные для финансирования текущих расходов;

- облигации, выпущенные для финансирования инвестиционных расходов.

Основное отличие между выделяемыми группами облигаций заключается в том, что первая группа облигаций не обеспечивает расширенного воспроизводства, а вторая, напротив, его обеспечивает, хотя в зависимости от ситуации, складывающейся в национальной экономике и, соответственно, в бюджетной системе, соотношение между текущими и инвестиционными расходами может значительно колебаться.

Стоит отметить, что предлагаемая группировка облигаций обладает определенной степенью условности (формально в отечественном бюджетном законодательстве в настоящий момент нет понятий «текущие» и «инвестиционные» расходы). Тем не менее под текущими расходами бюджетов субъектов Российской Федерации мы предлагаем понимать те расходы, которые позволяют обеспечивать функционирование органов государственной власти и бюджетных учреждений на текущем уровне, т.е. на уровне, который имеется сейчас, а под инвестиционными расходами – те расходы, которые дают возможность повысить уровень их функционирования.

Например, строительство нового лечебно-диагностического центра, финансируемого за счет эмиссии субфедеральных облигаций, будет относиться к инвестиционным расходам, а его последующее содержание – к текущим расходам.

Еще одной группировкой субфедеральных облигаций, встречающейся в экономической литературе, является их группировка по модели займа, в рамках которой А.Н. Дейнега, Т.Н. Харламова, С.В. Позднякова, О.А. Денисова, Н.В. Сарнычева рассматривают следующие виды облигаций¹:

- жилищные облигации;
- телефонные облигации;
- арбитражные облигации;
- ГКО-подобные облигации;
- сельские облигации, или агрооблигации;
- инвестиционно-промышленные облигации;
- социально-экономические облигации.

Как нам представляется, данная группировка в настоящее время является значительно устаревшей, так как многие из перечисленных выше видов облигаций в настоящее время субъектами Российской Федерации не эмитируются. В частности, это касается телефонных, ГКО-подобных и агрооблигаций, выпуск которых ранее осуществ-

¹См.: Государственный долг: учеб.-метод. пособие / авт.-сост. А.Н. Дейнега, Т.Н. Харламова, С.В. Позднякова, О.А. Денисова, Н.В. Сарнычева. Тамбов: Изд-во ИП Чеснокова А.В., 2010. С. 69.

лялся для решения конкретных, довольно специфических задач, но сейчас прекращен и с высокой долей вероятности не будет возобновлен (например, выпуск агрооблигаций осуществлялся эмитентами, чтобы погасить задолженность перед федеральным бюджетом по товарным кредитам, выданным им Министерством финансов Российской Федерации в 1996 г.). По этой причине мы предлагаем отказаться от группировки субфедеральных облигаций по модели займа.

По нашему мнению, более целесообразной является группировка субфедеральных облигаций в зависимости от видов бюджетных расходов, предусмотренных Бюджетным кодексом для всех уровней бюджетной системы, в том числе и для бюджетов субъектов Российской Федерации. Соответственно, отталкиваясь от разделов расходов бюджетов, однозначно определенных в рамках бюджетной классификации, по нашему мнению, можно выделить облигации, выпускаемые для финансирования:

- **общегосударственных вопросов;**
- **национальной обороны;**
- **национальной безопасности и правоохранительной деятельности;**
- **национальной экономики;**
- **жилищно-коммунального хозяйства;**
- **охраны окружающей среды;**
- **образования;**
- **культуры, кинематографии;**
- **здравоохранения;**
- **социальной политики;**
- **физической культуры и спорта;**
- **средств массовой информации;**
- **обслуживания долга;**
- **межбюджетных трансфертов общего характера¹.**

Помимо этого, мы думаем, что определенный научный интерес представляет группировка облигаций в зависимости от степени обеспеченности. Так, например, А.В. Якунина и Ю.В. Семернина отмечают, что в целом «по степени обеспеченности долговые обязательства делятся на:

- обеспеченные облигации;
- необеспеченные облигации.

Обеспеченные облигации в обязательном порядке предполагают наличие залога (материальных или нематериальных активов) или

¹ См.: URL: <http://base.garant.ru/12112604/4> (дата обращения: 15.07.2014).

поручительства третьего лица. <...> Необеспеченные облигации фактически не подразумевают наличия какого-либо обеспечения или гарантий третьих лиц»¹.

Подобное деление облигаций является универсальным, поэтому многие исследователи в разное время предпринимали попытки его дальнейшей детализации, причем исторически основное внимание уделялось обеспеченным облигациям.

Так, по мнению В.И. Колесникова и В.С. Торкановского, субфедеральные облигации «по видам обеспечения <...> подразделяются на:

- облигации под общее обязательство. По сути это необеспеченные облигации: никакого залога нет. Косвенным обеспечением следует считать налоговые доходы эмитентов. Обычно подобные бумаги выпускаются для финансирования проектов, не приносящих дохода²;

- облигации под доход от проекта (например, промышленного предприятия);

- облигации под специальный налог (строительство дорог, например, покрывается налогами на бензин)»³.

Иной вариант группировки обеспеченных облигаций дает С.В. Лялин, который считает, что обеспеченные облигации должны рассматриваться несколько уже – как облигации, «обеспеченные залогом какого-либо движимого или недвижимого имущества», однако по виду обеспечения исследователь предлагает следующую группировку облигаций:

1) обеспеченные облигации, в том числе:

- облигации, обеспеченные закладными под недвижимость;
- облигации, обеспеченные оборудованием;
- облигации, обеспеченные ценными бумагами;
- облигации, обеспеченные пулом ипотечных кредитов;
- облигации, обеспеченные активами;

2) необеспеченные облигации, в том числе:

- субординированные необеспеченные облигации;

3) гарантированные облигации⁴.

Еще один подход к группировке облигаций по степени обеспеченности содержится в работах А.Н. Дейнеги, Т.Н. Харламовой, С.В. Поздняковой, О.А. Денисовой, Н.В. Сарнычевой. Как они полагают,

¹ Якунина А.В., Семернина Ю.В. К вопросу о классификации облигаций // Финансы и кредит. 2012. № 48. С. 10.

² Например, к ним можно отнести затраты на строительство детских садов и школ.

³ Ценные бумаги: учебник / под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2001.

⁴ См.: URL: <http://cbonds.ru/encyclopedia/5> (дата обращения: 17.07.2014).

«в зависимости от характера обеспечения займы делятся на следующие виды:

- облигации общего покрытия (общего займа), которые обеспечиваются средствами бюджета (отдельными его статьями) и имуществом (частью имущества), находящегося в собственности эмитента;
- доходные облигации, которые обеспечиваются доходами или имуществом от реализации конкретных инвестиционных проектов, профинансированных за счет выпуска облигаций;
- обеспечением по облигациям смешанного (“двойного”) покрытия выступают смешанные активы в комбинации с гарантиями третьих лиц»¹.

При этом в отношении необеспеченных облигаций авторы считают целесообразным выделение следующих видов облигаций:

- имущественно-доходные;
- финансовые (депозитно-арбитражные);
- бюджетные (бюджетно-налоговые);
- комбинированные².

По нашему мнению, в данном случае целесообразно использовать не одну, а несколько последовательных группировок облигаций. Так, например, отталкиваясь от трактовки обеспеченных облигаций, предложенной А.В. Якуниной и Ю.В. Семерниной, целесообразно подразделить их на:

- облигации, обеспеченные залогом;
- облигации, обеспеченные поручительством.

При этом в группе облигаций, обеспеченных залогом, можно выделить:

- облигации, обеспеченные материальными активами;
- облигации, обеспеченные нематериальными активами.

Тем не менее обе эти группировки также являются универсальными и могут быть применены по отношению к любым облигационным выпускам вне зависимости от того, кто выступает в качестве их эмитентов.

Кроме того, необходимо отметить, что в течение последних нескольких лет в отечественной практике эмиссия обеспеченных субфедеральных облигаций не осуществляется. Например, если говорить об облигациях, обеспеченных залогом, то российские регионы, как правило, не располагают значительным объемом нематериальных

¹ Государственный долг: учеб.-метод. пособие / авт.-сост. А.Н. Дейнега, Т.Н. Харламова, С.В. Позднякова, О.А. Денисова, Н.В. Сарнычева. Тамбов: Изд-во ИП Чеснокова А.В., 2010. С. 69–70.

² См.: Там же.

активов, которые могли бы выступить в качестве обеспечения (вообще, в мировой практике выпуск облигаций, обеспеченных нематериальными активами, осуществляется значительно реже, чем выпуск облигаций, обеспеченных материальными активами), при этом существенная часть материальных активов также не может выступать в качестве обеспечения по облигациям, так как они непосредственно задействованы при реализации социальных функций (в частности, обеспечения работы системы здравоохранения или общественного транспорта).

Субфедеральные облигации, обеспеченные поручительством, в России также не выпускаются, хотя теоретически такая возможность предусмотрена действующим законодательством. Отсутствие таких облигационных выпусков обусловлено тем, что для остальных субъектов экономической деятельности выступать в качестве поручителей по таким выпускам экономически нецелесообразно. Как правило, наличие поручительства снижает стоимость привлечения финансовых ресурсов (по сути, покупатели облигаций получают дополнительные гарантии их погашения), однако в условиях систематической поддержки региональных бюджетов из федерального бюджета наличие поручительства практически не влияет на стоимость заимствований: сейчас премия по доходности субфедеральных облигаций к государственным облигациям совсем не велика (спред по доходности между субфедеральными и государственными облигациями в зависимости от их срока до погашения облигаций колеблется в диапазоне от 0,3% до 1,2%).

Более специфичной, на наш взгляд, является группировка необеспеченных облигаций в зависимости от источника средств, предназначенных для их погашения. По данному критерию мы предлагаем выделять:

- **облигации, погашаемые за счет доходов бюджета;**
- **облигации, погашаемые за счет рефинансирования долга;**
- **облигации, погашаемые за счет комбинации этих источников.**

В принципе аналогичную группировку можно предложить и для корпоративных облигаций (она будет включать в себя облигации, погашаемые за счет собственных доходов эмитента, рефинансирования долга и комбинации первых двух источников), однако основное отличие между этими группировками состоит в том, что корпоративные эмитенты могут рефинансировать долг, в том числе и облигационный, исключительно на рыночных условиях, причем это относится даже к тем эмитентам, которые входят в состав крупных финансово-промышленных групп. Эмитенты же субфедеральных

облигаций могут рассчитывать на привлечение финансовых ресурсов на условиях, отличных от рыночных (как правило, на гораздо более привлекательных с точки зрения их стоимости и срочности).

Так, в соответствии с Бюджетным кодексом выделяется два вида источников финансирования дефицита бюджетов субъектов Российской Федерации – внутренние и внешние, причем в составе внутренних источников выделяется «разница между полученными и погашенными субъектом Российской Федерации в валюте Российской Федерации бюджетными кредитами, предоставленными бюджету субъекта Российской Федерации другими бюджетами бюджетной системы Российской Федерации»¹, т.е. на практике регионы, как минимум, могут рассчитывать на получение бюджетных кредитов². Если учесть, что ранее бюджетные кредиты выдавались по ставке, равной 1/3 ставки рефинансирования, а с начала 2014 года обсуждается ее снижение (после продолжительных дискуссий в конце июня ставка по бюджетным кредитам была снижена до 0,1% годовых), то можно однозначно утверждать, что они обходятся регионам значительно дешевле рыночных способов заимствований.

Стоит отметить, что помимо указанных выше группировок субфедеральных облигаций А.Н. Дейнега, Т.Н. Харламова, С.В. Позднякова, О.А. Денисова, Н.В. Сарнычева также предлагают использовать группировки облигаций по видам и по форме погашения облигаций.

В рамках первой группировки выделяются:

- облигации со сроком погашения более года;
- КДО, или краткосрочные долговые обязательства;
- долговые обязательства по типу ГКО;
- краткосрочные обязательства по типу ГКО;
- казначейские сертификаты;
- краткосрочные конвертируемые долговые обязательства;
- казначейские облигации.

В рамках второй группировки:

- займы с денежной формой погашения;
- займы с натуральной (неденежной) формой погашения³.

По нашему мнению, группировка по форме погашения облигаций является общей группировкой, применимой в любой сегменте обли-

¹ URL: http://base.garant.ru/12112604/13/#block_20013 (дата обращения: 18.07.2014).

² В настоящее время в России межбюджетные кредиты предоставляются регионам из федерального бюджета.

³ См.: Государственный долг: учеб.-метод. пособие / авт.-сост. А.Н. Дейнега, Т.Н. Харламова, С.В. Позднякова, О.А. Денисова, Н.В. Сарнычева. Тамбов: Изд-во ИП Чеснокова А.В., 2010. С. 70.

гационного рынка, а группировка по видам вообще не корректна: фактически вместо одного группировочного признака здесь используется сразу четыре признака – срок до погашения облигаций, тип облигаций, вид ценных бумаг и конвертируемость, – что делает ее не применимой на практике.

Таким образом, резюмируя все сказанное выше, мы предлагаем применять следующие частные признаки для группировки субфедеральных облигаций, особо отмечая при этом, что в отношении этих финансовых инструментов актуальны все группировки по общим признакам (табл. 1.2.1)¹.

Таблица 1.2.1.

**Предлагаемые признаки (критерии) группировки
и выделяемые на их основе виды субфедеральных облигаций**

Признак (критерий) группировки	Выделяемые виды облигаций
Количество целей заимствований	- одноцелевые облигации (одна цель заимствований); - многоцелевые облигации (более одной цели заимствований)
Цель привлечения финансовых ресурсов	- облигации, выпущенные для удовлетворения фактических потребностей эмитента в финансовых ресурсах; - облигации, выпущенные для реализаций эмитентом функций государственного управления
Характер использования финансовых ресурсов	- облигации, выпущенные для финансирования текущих расходов; - облигации, выпущенные для финансирования инвестиционных расходов
Вид бюджетных расходов	- облигации, выпущенные для финансирования общегосударственных вопросов; - облигации, выпущенные для финансирования национальной обороны; - облигации, выпущенные для финансирования национальной безопасности и правоохранительной деятельности; - облигации, выпущенные для финансирования национальной экономики; - облигации, выпущенные для финансирования жилищно-коммунального хозяйства; - облигации, выпущенные для финансирования охраны окружающей среды; - облигации, выпущенные для финансирования образования; - облигации, выпущенные для финансирования культуры, кинематографии;

¹ См.: Щербаков А.А. Экономическая сущность и классификация субфедеральных облигаций // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 39 (225). С. 55–68

Признак (критерий) группировки	Выделяемые виды облигаций
	<ul style="list-style-type: none"> - облигации, выпущенные для финансирования здравоохранения; - облигации, выпущенные для финансирования социальной политики; - облигации, выпущенные для финансирования физической культуры и спорта; - облигации, выпущенные для финансирования средств массовой информации; - облигации, выпущенные для финансирования обслуживания долга; - облигации, выпущенные для финансирования межбюджетных трансфертов общего характера
Источник средств для погашения облигаций	<ul style="list-style-type: none"> - облигации, погашаемые за счет доходов бюджета; - облигации, погашаемые за счет рефинансирования долга; - облигации, погашаемые за счет комбинации нескольких источников

Источник: Составлено авторами.

На наш взгляд, использование группировок субфедеральных облигаций по частным признакам, позволяющим отразить специфический характер этих финансовых инструментов, дает возможность провести их более четкую систематизацию, а также структурировать цели эмиссии облигаций субъектами Российской Федерации и возможные источники их погашения.

Помимо этого, последовательная группировка и классификация субфедеральных облигаций предоставляют хорошие возможности для проведения их общетеоретического анализа и, соответственно, выявления специфических сущностных особенностей этих финансовых инструментов.

1.3. Специфика субфедеральных облигаций как финансовых инструментов

Нужно особо отметить, что и в зарубежной, и в российской экономической и финансовой литературе данной проблематике в настоящий момент внимания практически не уделяется. Подавляющее большинство исследователей, работающих в этой области, ограничивается рассмотрением базовых сущностных характеристик облига-

ций (например, во всех без исключения научных публикациях делается акцент на том, что облигации являются долговыми ценными бумагами, а также подчеркивается их эмиссионный характер), не анализируя специфику их отдельных видов, выделяемых по тем или иным группировочным признакам (критериям).

Одновременно в публикациях по рынку ценных бумаг существует четкое понимание того, что эмиссия облигаций может осуществляться с разными целями, которые определяются эмитентами облигаций, причем у разных групп эмитентов могут быть свои, достаточно специфические цели и задачи (как мы уже отмечали ранее, в отечественной научной литературе одной из самых распространенных группировок облигаций по общему признаку является их группировка в зависимости от эмитента облигаций, но при этом она не является устойчивой и безоговорочно признаваемой всеми учеными)¹. Соглашаясь с многообразием целей эмиссии облигаций, более детального анализа исследователи, как правило, не проводят.

Соответственно, можно констатировать, что в отечественной научной литературе сам факт или, по крайней мере, возможность наличия специфических особенностей у отдельных видов облигаций, в том числе и у субфедеральных ценных бумаг, в целом не ставится под сомнение, однако обычно сами эти особенности подробно не рассматриваются (намного более распространенным является сопоставление между собой отдельных видов финансовых инструментов, в частности, нередко сравниваются между собой облигации и акции, несколько реже – облигации и инвестиционные паи).

Тем не менее, как мы считаем, эти особенности чрезвычайно важны, так как они во многом определяют динамику и характер развития данного сегмента национального облигационного рынка, хотя по целому ряду характеристик субфедеральные облигации не имеют принципиальных отличий от других видов облигаций, выделяемых в зависимости от их эмитента (в частности, все субфедеральные облигации, представленные на Московской бирже по состоянию на 30 июня 2014 г. были номинированы в российских рублях, являлись неконвертируемыми и имели стандартный номинал, равный 1 000 руб.).²

Итак, первой важной особенностью субфедеральных облигаций является **ограниченность максимального срока их обращения.**

¹ По нашему мнению, в зависимости от эмитента облигаций (для облигаций резидентов) целесообразно выделять следующие виды облигаций: государственные облигации; субфедеральные облигации; муниципальные облигации; корпоративные облигации.

² См.: Официальный сайт ЗАО «АРКА Текнолоджиз». URL: <http://www.quik.ru> (дата обращения: 23.07.2014).

В принципе, по сроку погашения все облигации могут быть подразделены на две большие группы:

- срочные облигации, имеющие фиксированный срок до погашения;

- бессрочные облигации, не имеющие срока до погашения (иногда их называют «вечные облигации»).

Важно отметить, что в рамках данной группировки изначально подразумевается, что срочные облигации могут иметь любые сроки до погашения, т.е. теоретически максимальный срок обращения облигаций ничем не ограничен.

Однако в российском законодательстве предусмотрен ряд ограничений по срокам обращения облигаций. Так, в Бюджетном кодексе Российской Федерации прямо отмечается следующее: «Долговые обязательства субъекта Российской Федерации могут существовать в виде обязательств по:

1) государственным ценным бумагам субъекта Российской Федерации¹;

2) бюджетным кредитам, привлеченным в бюджет субъекта Российской Федерации от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации;

3) кредитам, полученным субъектом Российской Федерации от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций;

4) государственным гарантиям субъекта Российской Федерации.

Долговые обязательства субъекта Российской Федерации не могут существовать в иных видах, за исключением предусмотренных настоящим пунктом»².

При этом далее указывается, что: «Долговые обязательства субъекта Российской Федерации могут быть краткосрочными (менее одного года), среднесрочными (от одного года до пяти лет) и долгосрочными (от пяти до 30 лет включительно)»³. Следовательно, в нашей стране максимальный срок обращения субфедеральных облигаций ограничен 30 годами.

Примечательно, что абсолютно аналогичные по своему характеру ограничения по сроку обращения налагаются на долговые обязательства Российской Федерации, в том числе государственные облигации, т.е. максимальный срок их обращения также составляет 30 лет. Сходные, но не идентичные ограничения налагаются и на долговые обя-

¹ Иными словами, в виде обязательств по субфедеральным облигациям.

² URL: http://base.garant.ru/12112604/16/#block_20014 (дата обращения: 24.07.2014).

³ Там же.

зательства муниципальных образований, в том числе муниципальные облигации (они «могут быть краткосрочными (менее одного года), среднесрочными (от одного года до пяти лет) и долгосрочными (от пяти до 10 лет включительно)»¹), т.е. они могут иметь срок до погашения не более 10 лет. При этом наличие ограничений на срок обращения корпоративных облигаций российское законодательство не предусматривает.

Стоит отметить, что в настоящий момент законодательное ограничение по срочности субфедеральных облигаций в значительной степени носит формальный характер, так как в действительности их средняя срочность значительно ниже установленного максимального лимита. Так, по данным *RusBonds*, по состоянию на 30 июня 2014 г. средний срок обращения субфедеральных облигаций, обращающихся на Московской бирже, составлял 2 041,695 дня (около 5,59 лет)², при этом максимальный срок обращения 5 561 день (около 15,51 лет) имел облигационный выпуск МГор48-об (эмитент – город Москва), а наименьший срок обращения – 763 дня (около 2,09 года) – имел выпуск облигаций ЯрОбл-11 (эмитент – Ярославская область)³.

Второй особенностью субфедеральных облигаций является **ограниченность объема их эмиссии**.

В настоящий момент в российской нормативно-правовой базе в отношении эмиссии субфедеральных облигаций предусмотрен целый ряд серьезных ограничений.

Во-первых, в Бюджетном кодексе Российской Федерации существуют ограничения на предельный объем долга субъекта Российской Федерации, причем в общем случае установлено, что «предельный объем государственного долга субъекта Российской Федерации не должен превышать утвержденный общий годовой объем доходов бюджета субъекта Российской Федерации без учета утвержденного объема безвозмездных поступлений», а «для субъекта Российской Федерации, в отношении которого осуществляются меры, предусмотренные пунктом 4 статьи 130 настоящего Кодекса⁴, предельный объем долга не должен превышать 50 процентов

¹ URL: http://base.garant.ru/12112604/16/#block_20014 (дата обращения: 24.07.2014).

² Из расчета 365 дней в году.

³ См.: URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp (дата обращения: 25.07.2014).

⁴ В данном случае речь идет о субъектах Российской Федерации, в бюджетах которых доля межбюджетных трансфертов (за исключением субвенций, а также предоставляемых субъектам Российской Федерации из Инвестиционного фонда Российской Федерации субсидий) из федерального бюджета в течение двух из трех последних отчетных финансовых лет превышала 60% объема собственных доходов консолидированного бюджета субъекта Российской Федерации.

утвержденного общего годового объема доходов бюджета субъекта Российской Федерации без учета утвержденного объема безвозмездных поступлений»¹.

Необходимо отметить, что превышение установленных лимитов «является нарушением бюджетного законодательства Российской Федерации и влечет применение мер принуждения за нарушение бюджетного законодательства Российской Федерации»².

Так, если рассматривать данное ограничение на примере Саратовской области, то в 2013 г. ее доходы составили 79 631,11 млн руб.³, из которых 18 550,08 млн руб. – составили безвозмездные перечисления из федерального бюджета⁴, т.е. максимальный объем долга региона не мог превышать 61 081,03 млн руб. (фактически по состоянию на конец 2013 г. он составил 44 322,40 млн руб.⁵).

Во-вторых, на законодательном уровне установлены ограничения на объем расходов на обслуживание государственного долга субъекта Российской Федерации, который «в очередном финансовом году и плановом периоде <...>, утвержденный законом (решением) о соответствующем бюджете, по данным отчета об исполнении соответствующего бюджета за отчетный финансовый год не должен превышать 15 процентов объема расходов соответствующего бюджета, за исключением объема расходов, которые осуществляются за счет субвенций, предоставляемых из бюджетов бюджетной системы Российской Федерации»⁶.

Интересно, что при нарушении любого из указанных выше ограничений «уполномоченный государственный орган субъекта Российской Федерации <...> не вправе принимать новые долговые обязательства, за исключением принятия соответствующих долговых обязательств в целях реструктуризации долга субъекта Российской Федерации»⁷.

Например, по данным Министерства финансов РФ, в Саратовской области в 2013 г. максимальный объем расходов на обслуживание государственного долга мог составить 9 162,1545 млн руб. (в действительности расходы на эти цели были значительно меньше и составили 2 947,7300 млн руб.)⁸.

¹ URL: http://base.garant.ru/12112604/16/#block_20014 (дата обращения: 26.07.2014).

² Там же.

³ См.: URL: http://info.minfin.ru/region_compare.php (дата обращения: 26.07.2014).

⁴ См.: Там же.

⁵ См.: URL: http://info.minfin.ru/debt_subj.php (дата обращения: 26.07.2014).

⁶ Там же.

⁷ Там же.

⁸ См.: URL: http://info.minfin.ru/region_compare.php (дата обращения: 26.07.2014).

В-третьих, помимо ограничений на максимальный объем долга и расходов на его обслуживание также предусмотрено ограничение на предельный объем заимствований в текущем финансовом году, который не должен превышать сумму, направляемую в текущем финансовом году на финансирование дефицита соответствующего бюджета и (или) погашение долговых обязательств субъекта Российской Федерации.

В отечественной практике основным ориентиром по предельном объему заимствований субъекта Российской Федерации выступает величина дефицита его бюджета, которая, впрочем, может быть довольно значительной (так, в 2013 г. дефицит бюджета Саратовской области составил 8 052,79 млн руб.¹, что составляет 10,11% общих или 13,18% собственных доходов региона).

Стоит отметить, что подобные ограничения предусмотрены в отношении и государственных, и субфедеральных облигаций, однако на корпоративные облигации они не распространяются. На практике возможности эмитента корпоративных облигаций по привлечению финансовых ресурсов определяются исключительно спросом на выпускаемые бумаги со стороны инвесторов (иными словами, максимальный объем обязательств эмитента по облигациям не лимитирован), причем он самостоятельно определяет все ключевые параметры своей долговой политики, в том числе общую величину долга, расходы на его обслуживание и объем эмиссии облигаций за определенный период времени.

Третьей специфической особенностью субфедеральных облигаций выступает **льготное налогообложение доходов, полученных по ним**.

Традиционно выделяется два основных источника доходов по облигациям: купоны (или купонные платежи) и разница между ценой продажи (или погашения) облигаций и ценой их приобретения², при этом для купонных облигаций будут характерны оба источника доходов, а для дисконтных – только последний, так как купоны по ним не выплачиваются.

Очевидно, что владельцами субфедеральных облигаций могут быть как юридические, так и физические лица, причем в зависимости от категории инвесторов по признаку резидентности для них уста-

¹ См.: URL: http://info.minfin.ru/region_compare.php (дата обращения: 26.07.2014).

² Здесь необходимо отметить, что купонные платежи по субфедеральным облигациям всегда являются доходом инвесторов, а разница между ценой продажи (или погашения) и ценой приобретения облигаций может быть как положительной, так и отрицательной (например, на практике вполне возможна ситуация, когда облигация была приобретена с премией к номинальной стоимости, а погашена по номиналу).

новлены разные налоговые ставки. Так, в соответствии с Налоговым кодексом Российской Федерации «налогоплательщиками налога на прибыль организаций <...> признаются:

- российские организации;

- иностранные организации, осуществляющие свою деятельность в Российской Федерации через постоянные представительства и (или) получающие доходы от источников в Российской Федерации», а «налоговой базой <...> признается денежное выражение прибыли», при этом в общем случае «налоговая ставка устанавливается в размере 20 процентов». Одновременно «по доходу в виде процентов <...> по государственным ценным бумагам субъектов Российской Федерации» применяется льготная налоговая ставка, равная 15%¹.

Таким образом, для юридических лиц действующее законодательство предусматривает льготное налогообложение только в отношении купонных платежей по субфедеральным облигациям (по ним налоговая ставка равна 15% против 20% по корпоративным облигациям).²

В отношении физических лиц также действуют определенные налоговые льготы при владении субфедеральными облигациями. В законодательстве указывается, что «налогоплательщиками налога на доходы физических лиц <...> признаются физические лица, являющиеся налоговыми резидентами Российской Федерации, а также физические лица, получающие доходы от источников в Российской Федерации, не являющиеся налоговыми резидентами Российской Федерации», а «налоговая база определяется отдельно по каждому виду доходов, в отношении которых установлены различные налоговые ставки»³.

Интересно, что в данном случае в отношении физических лиц – резидентов и физических лиц – нерезидентов, устанавливаются разные налоговые ставки: для первых «налоговая ставка устанавливается в размере 13 процентов», а для нерезидентов – «в размере 30 процентов». Однако в Налоговом кодексе предусмотрена следующая льгота: «не подлежат налогообложению (освобождаются от налогообложения) следующие виды доходов физических лиц: <...> суммы процентов по <...> облигациям <...> субъектов Российской Федерации»⁴, т.е. фактически по субфедеральным облигациям этим налогом облагается только доход в виде разницы между ценой продажи (или по-

¹ См.: URL: http://base.garant.ru/10900200/34/#block_20025 (дата обращения: 27.07.2014).

² Льготное налогообложение купонных платежей по ставке, равной 15%, предусмотрено и в отношении государственных и муниципальных облигаций.

³ URL: http://base.garant.ru/10900200/32/#block_20023 (дата обращения: 28.07.2014).

⁴ Там же.

гашения) облигаций и ценой их приобретения, в то время как у корпоративных облигаций таким налогом облагаются все виды доходов, в том числе и купонные платежи.

В обобщенном виде налоговые ставки, по которым осуществляется налогообложение доходов по корпоративным и субфедеральным облигациям представлено в табл. 1.3.1 и 1.3.2.

Таблица 1.3.1.

Налоговые ставки, по которым осуществляется налогообложение доходов по корпоративным облигациям для различных категорий инвесторов

Вид дохода	Юридические лица		Физические лица	
	нерезиденты	резиденты	нерезиденты	резиденты
Купонные платежи	20%	20%	30%	13%
Разница между ценой продажи (погашения) облигации и ценой ее приобретения	20%	20%	30%	13%

Источник: Составлено авторами.

Таблица 1.3.2.

Налоговые ставки, по которым осуществляется налогообложение доходов по субфедеральным облигациям для различных категорий инвесторов

Вид дохода	Юридические лица		Физические лица	
	нерезиденты	резиденты	нерезиденты	резиденты
Купонные платежи	15%	15%	0%	0%
Разница между ценой продажи (погашения) облигации и ценой ее приобретения	20%	20%	30%	13%

Источник: Составлено авторами.

По нашему мнению, проанализировав налогообложение доходов по субфедеральным облигациям, можно сделать следующие выводы:

1) налогообложение доходов юридических лиц по субфедеральным облигациям подразумевает эквивалентность налоговых ставок для резидентов и нерезидентов, в то время как налогообложение физических лиц предполагает дифференцированный подход (для инвесторов-нерезидентов ставки налога на доходы физических лиц выше);

2) налоговые льготы, предусмотренные отечественным законодательством, распространяются только на доходы, полученные в виде купонов по субфедеральным облигациям;

3) предоставляемые льготы идентичны как для резидентов, так и для нерезидентов.

Четвертой особенностью субфедеральных облигаций является их **низкая ликвидность**.

Следует отметить, что облигации в принципе не обладают высоким уровнем ликвидности (например, по этому показателю облигации традиционно проигрывают акциям), так как часть облигационного выпуска оседает в портфелях тех инвесторов, которые на облигационном рынке придерживаются пассивной инвестиционной стратегии, предполагающей приобретение субфедеральных облигаций в момент их размещения и владение ими вплоть до погашения (стратегия «купил и держи»), поэтому в свободном обращении, как правило, находится относительно небольшая часть выпуска облигаций, корректно оценить величину которой зачастую весьма проблематично, так как информация о владельцах облигаций в соответствии с действующим законодательством не подлежит обязательному раскрытию. Это справедливо и в отношении субфедеральных облигаций, у которых в силу наличия налоговых льгот по купонным доходам, выплачиваемым по ним, доля облигаций, находящихся в свободном обращении, в среднем существенно ниже, чем, к примеру, у корпоративных облигаций, так как при равной доходности до налогообложения субфедеральные облигации выигрывают у корпоративных облигаций по доходности после налогообложения.

Кроме того, значительная часть субфедеральных облигаций входит в Ломбардный список Банка России, что позволяет инвесторам, прежде всего коммерческим банкам, привлекать финансирование под эти ценные бумаги (например, через механизм РЕПО-сделок, в том числе, заключаемых непосредственно с Банком России).

Весьма наглядным примером в этом отношении являются результаты торгов на Московской бирже 30 июня 2014 г.: в целом в течение этой торговой сессии объем торгов акциями в режиме основных торгов (поставка T+2) составил 26,1 млрд руб.¹ (совершено 289 800 сделок),² а объем торгов облигациями в аналогичном режиме (поставка T+0) был значительно меньше – 10,3 млрд руб.³ (совершено 3 006 сделок), при этом объем торгов субфедеральными облигациями составил 1,7 млрд руб.⁴ (совершено 339 сделок)¹. Иными словами, в рассматри-

¹ Точнее объем торгов акциями составил 26 119 976 742,58 руб.

² См.: URL: http://www.micex.ru/file/bulletin/141714/MarketT_300614.pdf (дата обращения: 29.07.2014).

³ Точнее объем торгов облигациями составил 10 301 594 921,32 рубля.

⁴ Точнее объем торгов субфедеральными облигациями составил 1 690 383 054,32 рубля.

ваемую торговую сессию на долю субфедеральных облигаций пришлось 16,41% от общего объема совершенных сделок с облигациями и 11,28% по количеству сделок с облигациями, хотя, как уже отмечалось ранее, на эту же дату на долю субфедеральных облигаций приходилось всего 7,74% рынка по номинальной стоимости облигаций с учетом амортизации.

Однако более детальный анализ ликвидности субфедеральных облигаций свидетельствует о крайне высоком уровне ее концентрации. Так, если не принимать во внимание итоги торгов всего по 4 облигационным выпускам с наибольшим объемом торгов, в том числе КраснЯрКр8 (эмитент – Красноярский край; объем торгов – 688 757 913,30 руб.; 16 сделок), Оренб35002 (эмитент – Оренбургская область; объем торгов – 500 552 184,30 руб.; 7 сделок), БелгОб2014 (эмитент – Белгородская область; объем торгов – 158 458 081,30 руб.; 10 сделок) и Чувашия-10 (эмитент – Республика Чувашия; объем торгов – 150 000 000,00 руб.; 1 сделка), то полученные результаты будут совершенно иными: доля субфедеральных облигаций по объему торгов сократится с 16,41% до 1,87%, хотя по количеству сделок столь резких изменений не произойдет (эта доля уменьшится с 11,28% до 10,15%)².

О крайне низком уровне ликвидности субфедеральных облигаций на российском биржевом рынке свидетельствует и то, что из 95 выпусков, представленных на Московской бирже, 30 июня 2014 г. по 36 выпускам не было совершено ни одной сделки, а еще по 12 выпускам объем торгов за день составил менее 10 000 руб.³

Еще одной особенностью субфедеральных облигаций выступает их **низкая доходность, подразумевающая низкий уровень риска, присущий этим финансовым инструментам.**

В общем случае более низкий уровень риска, присущий субфедеральным облигациям, объясняется высокой вероятностью поддержки регионов из федерального бюджета, причем у инвесторов, работающих на российском облигационном рынке, в настоящий момент сформировались весьма устойчивые положительные ожидания в этом отношении.

Так, аналитик ООО «УРАЛСИБ Кэпитал» И. Лебедева в обзоре «Наиболее закредитованные регионы получают помощь из центра»

¹ См.: URL: http://www.micex.ru/file/bulletin/141723/Market_300614.pdf (дата обращения: 30.07.2014).

² См.: URL: http://www.micex.ru/file/bulletin/141723/Market_300614.pdf (дата обращения: 31.07.2014).

³ См.: Там же.

пишет по этому поводу следующее: «Также мы считаем оправданным небольшой дисконт¹ региональных облигаций² к корпоративным, так как в случае проблем с обслуживанием задолженности правительство с высокой вероятностью поддержит регионы, тогда как “корпораты” на такую помощь едва ли могут рассчитывать. Впрочем, было бы ошибочным полагать, что федеральное правительство полностью гарантирует субфедеральный долг (если бы это было так, выпуски регионов торговались бы на уровне суверенного долга). Скорее государство готово выступить в качестве кредитора последней инстанции, при этом по каждому региону решение будет приниматься отдельно и предусматривать определенные меры со стороны региональных властей. Несмотря на намерение правительства постепенно сокращать объемы помощи регионам, трансферты в региональные бюджеты по факту всегда оказывались больше, чем планировалось, так что у государства находились дополнительные ресурсы, равно как и желание поддерживать регионы. ЦБ, со своей стороны, хочет расширить список принимаемого обеспечения по кредитам, включив в него облигации регионов, что повышает привлекательность регионального долга»³.

Следовательно, в целом участники рынка облигаций исходят из того, что при необходимости федеральный бюджет, скорее всего, окажет поддержку региональным бюджетам, но эта помощь отнюдь не является гарантированной. При этом в Бюджетном кодексе, с одной стороны, отмечается, что «долговые обязательства <...> субъекта Российской Федерации <...> полностью и без условий обеспечиваются всем находящимся в собственности <...> субъекта Российской Федерации <...> имуществом, составляющим соответствующую казну, и исполняются за счет средств соответствующего бюджета», а с другой стороны, подчеркивается, что «Российская Федерация не несет ответственности по долговым обязательствам субъектов Российской Федерации <...>, если указанные обязательства не были гарантированы Российской Федерацией»⁴. Аналогичные нормы предусмотрены также в отношении бюджетов субъектов Российской Федерации и муниципальных бюджетов, т.е. в целом сформирована система, при которой субъект Российской Федерации при отсутствии государственных

¹ Подразумевается дисконт по доходности, т.е. доходность субфедеральных облигаций в среднем должна быть ниже, чем доходность корпоративных бумаг.

² В данном случае термин «региональные облигации» используется как синоним термина «субфедеральные облигации».

³ URL: <http://ru.cbonds.info/comments/view/124823> (дата обращения: 01.08.2014).

⁴ URL: http://base.garant.ru/12112604/16/#block_20014 (дата обращения: 02.08.2014).

гарантий отвечает только по собственным долговым обязательствам, а финансовая поддержка из вышестоящего бюджета возможна (что и реализуется в отечественной практике), но по строго формальным признакам не обязательна.

По нашему мнению, финансовая поддержка бюджетов субъектов Российской Федерации, в том числе и при погашении субфедеральных облигаций, должна рассматриваться в контексте общей государственной политики управления долгом, нацеленной на снижение стоимости заимствований.

Теоретически, с одной стороны, систематическое оказание помощи региональным бюджетам со стороны федерального бюджета в целом повышает уровень их кредитного качества и, соответственно, снижает для них стоимость заимствований, в том числе на облигационном рынке, а с другой – отсутствие случаев неисполнения или ненадлежащего исполнения обязательств по субфедеральным облигациям снижает стоимость заимствований уже на федеральном уровне, в том числе при эмиссии государственных облигаций.

Резюмируя все сказанное выше, в качестве специфических особенностей субфедеральных облигаций как финансовых инструментов мы предлагаем выделять следующие¹:

1) ограниченность максимального срока их обращения (не более 30 лет);

2) ограниченность объема их эмиссии (соблюдение законодательно установленных ограничений на предельный объем долга субъекта Российской Федерации, расходов на его обслуживание и предельный объем заимствований в текущем финансовом году);

3) льготное налогообложение доходов, полученных по ним (прежде всего налоговые льготы по доходам, полученным в виде купонов по облигациям);

4) низкая ликвидность;

5) низкая доходность, подразумевающая низкий уровень риска, присущий этим финансовым инструментам.

¹ См.: Щербаков А.А. Специфические особенности субфедеральных облигаций как финансовых инструментов // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2014. № 5. С. 133–137.

Глава 2. Специфика функционирования российского рынка субфедеральных облигаций

2.1. Методологические принципы и условия выпуска субфедеральных облигаций

Рассмотрев сущность, виды и специфические особенности субфедеральных облигаций, можно с уверенностью констатировать, что они являются во многом уникальными финансовыми инструментами, что оказывает определенное влияние на условия их выпуска на отечественном облигационном рынке, причем в настоящее время подобные вопросы остаются практически неизученными в российской научной литературе, несмотря на то что существование значительных отличий субфедеральных облигаций от других видов облигаций в целом признается подавляющим большинством исследователей (иными словами, уникальность субфедеральных облигаций в настоящее время не ставится под сомнение).

Если говорить об условиях выпуска субфедеральных облигаций, то подавляющее большинство специалистов при рассмотрении данной проблематики ограничивается анализом действующих нормативно-правовых актов (Федерального закона «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ, которые де-факто является основным нормативным документом, регламентирующим эмиссию субфедеральных облигаций), причем проводимый анализ нередко имеет черты не столько экономического, сколько юридического научного исследования (в частности, распространено прове-

дение ретроспективного анализа изменений и дополнений, вносимых в законодательные акты, а также выявление неточностей и противоречий)¹.

Что же касается методологии облигационного финансирования применительно к субфедеральным облигациям, то эта проблематика практически не рассматривается в российской специализированной литературе: публикаций, посвященных даже наиболее общим условиям облигационного финансирования, крайне мало (как нам представляется, наиболее полно эта проблематика раскрыта Ю.В. Семерниной, причем выделенные ею принципы (условия) облигационного финансирования вполне применимы по отношению к субфедеральным облигациям, представленным на российском рынке)².

Таким образом, следует признать, что условия эмиссии субфедеральных облигаций объективно требуют дальнейшего изучения и анализа, так как в современных экономических реалиях – сокращение доходов бюджетов субъектов Российской Федерации при одновременном увеличении их расходов, усугубляющегося ростом стоимости привлекаемых финансовых ресурсов и снижением интереса иностранных инвесторов ко вложениям в российский фондовый рынок в целом, – логично ожидать резкого роста объема данного сегмента на национальном облигационном рынке и, соответственно, возрастанием роли подобных субфедеральных заимствований в рамках всей российской экономики.

Необходимо отметить, что формальные условия эмиссии субфедеральных облигаций достаточно четко и однозначно определены в уже упоминавшемся Федеральном законе «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ, причем в отношении субъекта Российской Федерации, выступающего эмитентом этих ценных бумаг, в обязательном порядке предусмотрено следующее:

1) «высший исполнительный орган государственной власти субъекта Российской Федерации <...> утверждает Генеральные условия

¹ Стоит отметить, что российское законодательство имеет определенные недостатки, которые во многом объясняются тем, что в нормативные акты часто вносятся изменения и дополнения. Например, в уже упоминавшийся Федеральный закон «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ изменения вносились в 2005 г. (18 июля и 26 декабря), в 2006 г. (19 декабря), в 2007 г. (26 апреля) и в 2012 г. (14 июня).

² См.: Семернина Ю.В. Принципы облигационного финансирования российских хозяйствующих субъектов. Саратов: СГСЭУ, 2011. С. 43–80; Семернина Ю.В. Принципы и особенности облигационного финансирования российских хозяйствующих субъектов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2012. № 27. С. 12–23.

эмиссии и обращения» субфедеральных облигаций «в форме нормативного правового акта <...> субъекта Российской Федерации»;

2) эмитент субфедеральных облигаций «в соответствии с Генеральными условиями принимает документ в форме <...> нормативного правового акта субъекта Российской Федерации <...>, содержащий условия эмиссии и обращения» субфедеральных облигаций;

3) «в соответствии с Генеральными условиями и условиями эмиссии и обращения эмитент принимает решение об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска)» субфедеральных облигаций, причем оно «должно быть подписано руководителем эмитента», а «условия, содержащиеся в решении о выпуске (дополнительном выпуске), должны быть опубликованы в средствах массовой информации и (или) раскрыты эмитентом иным предусмотренным законодательством Российской Федерации способом не позднее чем за два рабочих дня до даты начала размещения» субфедеральных облигаций;

4) эмитент субфедеральных облигаций «после завершения отчетного финансового года, но не позднее 1 февраля текущего финансового года, принимает документ в форме <...> нормативного правового акта субъекта Российской Федерации <...>, содержащий отчет об итогах эмиссии» субфедеральных облигаций¹.

Кроме того, целесообразно обратить внимание, что при утверждении каждого из этих документов на законодательном уровне предъявляются определенные требования к их содержанию. Так, при утверждении генеральных условий эмиссии и обращения субфедеральных облигаций предусматривается, что они должны «включать указание на:

- вид ценных бумаг;
- форму выпуска ценных бумаг;
- срочность данного вида ценных бумаг (краткосрочные, долгосрочные, среднесрочные);
- валюту обязательств;
- особенности исполнения обязательств, предусматривающих право на получение иного, чем денежные средства, имущественного эквивалента;
- ограничения (при наличии таковых) оборотоспособности ценных бумаг, а также на ограничение круга лиц, которым данные ценные бумаги могут принадлежать на праве собственности или ином вещном праве»².

¹ URL: <http://base.garant.ru/12112511/3/> (дата обращения: 06.09.2014).

² Там же (дата обращения: 08.09.2014).

При регистрации условий эмиссии и обращения субфедеральных облигаций также подразумевается выполнение ряда требований, а точнее необходимо указать:

- 1) вид ценных бумаг;
- 2) минимальный и максимальный сроки обращения субфедеральных облигаций;
- 3) номинальную стоимость одной ценной бумаги в рамках одного выпуска субфедеральных облигаций;
- 4) порядок размещения субфедеральных облигаций;
- 5) порядок осуществления прав, удостоверенных субфедеральных облигаций;
- 6) размер дохода или порядок его расчета;
- 7) иные существенные условия эмиссии и обращения, имеющие значение для возникновения, исполнения или прекращения обязательств по субфедеральным облигациям, «в том числе по ценным бумагам с правом выкупа их эмитентом до срока их погашения»¹.

В свою очередь при утверждении решения об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) субфедеральных облигаций априори подразумевается, что оно «должно включать следующие обязательные условия:

- 1) наименование эмитента;
- 2) дата начала размещения ценных бумаг;
- 3) дата или период размещения ценных бумаг;
- 4) форма выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;
- 5) указание на вид ценных бумаг;
- 6) номинальная стоимость одной ценной бумаги;
- 7) количество ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска);
- 8) дата погашения ценных бумаг;
- 9) наименование регистратора, осуществляющего ведение реестра владельцев» субфедеральных облигаций, «либо указание на депозитарию, которые осуществляют учет прав владельцев» субфедеральных облигаций;
- 10) «информация о соблюдении предельных размеров дефицитов бюджетов, <...> долга и расходов на обслуживание <...> долга, установленных Бюджетным кодексом Российской Федерации»;
- 11) «иные условия, имеющие значение для размещения, обращения» субфедеральных облигаций, «а также для исполнения обязательств по ценным бумагам, в том числе по ценным бумагам с правом выкупа их эмитентом до срока их погашения»².

¹ URL: <http://base.garant.ru/12112511/3/> (дата обращения: 10.09.2014).

² Там же.

Примечательно, что достаточно жесткие формализованные требования предъявляются и к отчету об эмиссии субфедеральных облигаций, в частности, в нем должны быть указаны:

- 1) «государственные регистрационные номера выпусков государственных или муниципальных ценных бумаг, размещение которых осуществлялось в отчетном финансовом году;
- 2) порядок размещения ценных бумаг;
- 3) даты размещения ценных бумаг указанных выпусков;
- 4) даты погашения ценных бумаг указанных выпусков;
- 5) фактическая цена размещения ценных бумаг (в процентах от номинальной стоимости);
- 6) количество размещенных ценных бумаг указанных выпусков;
- 7) объем денежных поступлений в бюджет заемщика от размещения государственных или муниципальных ценных бумаг каждого из указанных выпусков»¹.

Стоит обратить внимание и на тот факт, что все перечисленные выше документы должны быть опубликованы в соответствии с требованиями Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ, причем помимо них дополнительно предполагается «опубликование и (или) раскрытие эмитентом иным предусмотренным законодательством Российской Федерации способом информации, связанной с решением о выпуске (дополнительном выпуске), в том числе информации о размере очередного купона по государственным или муниципальным ценным бумагам с переменным купонным доходом в соответствии с условиями эмиссии и обращения и решением о выпуске (дополнительном выпуске)», а также обязательное публикация «органами исполнительной власти субъектов Российской Федерации» ежеквартальных «отчетов об исполнении бюджетов субъектов Российской Федерации» и ежемесячной информации «об объеме долга заемщика»². Иными словами, в отношении эмитентов субфедеральных облигаций установлены жесткие нормативные требования, касающиеся как непосредственно порядка действий при эмиссии облигаций, так и раскрытия соответствующей информации.

Как нам представляется, проанализировав условия эмиссии субфедеральных облигаций, предусмотренные действующим законодательством, помимо общих условий облигационного финансирования, выделяемых Ю.В. Семерниной³, можно выделить и специальные

¹ URL: <http://base.garant.ru/12112511/3/> (дата обращения: 12.09.2014).

² Там же.

³ См.: Семернина Ю.В. Облигационное финансирование российских хозяйствующих субъектов: теория и методология. Саратов: СГСЭУ, 2012. С. 47–58.

условия, характерные для национального рынка субфедеральных облигаций.

Во-первых, очень важным при выпуске субфедеральных облигаций является **условие законодательной фиксации**.

Данное условие подразумевает, что до начала размещения субфедеральных облигаций происходит утверждение генеральных условий эмиссии и обращения субфедеральных облигаций, условий эмиссии и обращения субфедеральных облигаций и решения о выпуске (дополнительном выпуске) субфедеральных облигаций, а после их размещения – утверждение отчета об итогах эмиссии субфедеральных облигаций, причем все документы принимаются один за другим в строгой последовательности и, за исключением решения о выпуске (дополнительном выпуске)¹, в обязательном порядке имеют статус нормативных правовых актов субъекта Российской Федерации.

В данном случае большое значение имеет последовательность принятия соответствующих нормативных актов, причем каждый последующий нормативный акт должен строго соответствовать ранее принятому нормативному документу, т.е. условия эмиссии и обращения и решение о выпуске субфедеральных облигаций не могут противоречить генеральным условиям их эмиссии и обращения.

Практическое применение условия законодательной фиксации можно рассмотреть на примере эмиссии облигаций Белгородской области (в частности, этот субъект Российской Федерации осуществил эмиссию облигаций 30 июня 2014 г., разместив выпуск облигаций БелгородскаяОбл-35008-об – на сумму 5,0 млрд руб.).²

Так, в 2013 г. Правительством Белгородской области было принято Постановление «Об утверждении генеральных условий эмиссии и обращения государственных облигаций Белгородской области» от 1 апреля 2013 г. № 114-пп, в соответствии с которым устанавливается, что «эмитентом облигаций от имени области выступает правительство Белгородской области», а «обязательства, возникающие в результате эмиссии облигаций, подлежат оплате в валюте Россий-

¹ По крайней мере, в отношении решения о выпуске (дополнительном выпуске) субфедеральных облигаций обязательное требование его принятия в виде нормативного акта субъекта Российской Федерации в федеральном законе «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» №136-ФЗ от 29 июля 1998 г. отсутствует, хотя субъекту Российской Федерации не запрещается принять его в виде нормативного акта.

² См.: URL: http://www.rusbonds.ru/ank_obl.asp?tool=104591 (дата обращения: 14.09.2014).

ской Федерации», причем исполнение обязательств по ним «осуществляется в денежной форме»¹.

В постановлении Правительства Белгородской области «Об утверждении Условий эмиссии и обращения государственных облигаций Белгородской области 2014 года в форме документарных ценных бумаг на предъявителя с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» от 3 марта 2014 г. № 65-пп устанавливаются общие параметры выпуска субфедеральных облигаций, порядок размещения и обращения облигаций, порядок получения доходов и погашения облигаций, порядок выкупа облигаций и выпуска выкупленных облигаций в последующее обращение, а также приводится информация об эмитенте и исполнении бюджета Белгородской области за 2011–2013 годы². В частности, в этом документе устанавливается, что «номинальная стоимость облигации <...> составляет 1 000 (одна тысяча) рублей», при этом «весь выпуск оформляется глобальным сертификатом, который удостоверяет совокупность прав на облигации, указанные в нем», «сертификат на руки владельцам облигаций не выдается», а переход права собственности на субфедеральные облигации осуществляется «в момент осуществления приходной записи по счету депо приобретателя»³.

В отношении данного выпуска облигаций решение об их эмиссии было принято Постановлением Правительства Белгородской области «Об утверждении решения об эмиссии государственных облигаций Белгородской области 2014 года в форме документарных ценных бумаг на предъявителя с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» от 9 июня 2014 г. № 214-пп, т.е. также имело место принятие нормативного акта субъекта Российской Федерации. В соответствии с данным документом устанавливаются конкретные параметры облигационного выпуска (в частности, определяется общий объем эмиссии облигаций (в данном случае он составляет 5 млрд руб.), депозитарий, уполномоченный на хранение глобального сертификата), порядок размещения и обращения облигаций (например, определяется дата начала размещения облигаций), порядок осуществления прав, удостоверяемых

¹ URL: http://www.belregion.ru/upload/iblock/9f2/114pp_1042013.pdf (дата обращения: 16.09.2014).

² См.: URL: <http://beldepfin.ru/inf/uploads/2013/01/%D0%A3%D1%81%D0%BB%D0%BE%D0%B2%D0%B8%D1%8F-%D1%8D%D0%BC%D0%B8%D1%81%D1%81%D0%B8%D0%B8-2.pdf> (дата обращения: 16.09.2014).

³ Там же.

облигациями, порядок расчета дохода и погашения облигаций (в том числе определяется срок погашения облигаций, количество и продолжительность купонных периодов), а также информация о соблюдении бюджетного законодательства¹.

Таким образом, в условиях рассматриваемого примера условие законодательной фиксации соблюдается в отношении всех документов, принимаемых до момента начала размещения субфедеральных облигаций (в данном случае принятие отчета об итогах эмиссии должно было произойти до 1 февраля 2015 г.). Очень важно заметить, что данное условие абсолютно не характерно при эмиссии корпоративных облигаций (так, в настоящее время при эмиссии последних решение о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций регистрируется Банком России, но сам этот документ, утверждаемый советом директоров (как вариант – наблюдательным советом эмитента) или органом, осуществляющим его функции, ни при каких обстоятельствах не может получить статус нормативного акта).

Во-вторых, к условиям эмиссии субфедеральных облигаций, по нашему мнению, следует отнести **условие фиксированности срока до погашения**. Это условие предполагает, что для эмитента субфедеральных облигаций крайне важен срок исполнения обязательств по погашению их номинальной стоимости, причем в каждый конкретный момент времени он должен иметь четкое и однозначное представление о величине своих обязательств перед владельцами облигаций.

На практике условие фиксированности срока до погашения означает, что эмитенты субфедеральных облигаций при определении параметров облигационных выпусков будут отказываться от облигаций со встроенными опционами, причем эмитенты будут избегать как облигаций с опционами пут, так и с опционами колл².

Традиционно считается, что облигации со встроенными опционами являются более предпочтительными для эмитента облигаций, так как в случае снижения среднего уровня процентных ставок и, соответственно, уменьшения стоимости заимствований у него появляется возможность рефинансировать свой долг под более низкую ставку (в этом случае эмитент реализует опцион колл и выкупает облигации у их владельцев по фиксированной

¹ См.: URL: ftp://download.finmarket.ru/Em/Belgorod_Obl/BEL35008_decision.zip (дата обращения: 16.09.2014).

² См.: Якунина А.В., Семернина Ю.В. К вопросу о классификации облигаций // Финансы и кредит. 2012. № 48. С. 7.

цене, определенной в эмиссионных документах¹, а затем размещает новый выпуск облигаций, но уже под более низкую процентную ставку).

В свою очередь, облигации со встроенным опционом пут считаются более привлекательными для инвесторов, так как облигации с таким опционом позволяют им в определенную дату (как вариант – определенный период времени) предъявить принадлежащие им облигации к выкупу, а эмитент облигаций будет обязан выкупить эти бумаги. Реализация опциона пут интересна владельцам облигаций в случае роста процентных ставок, так как они получают возможность реализовать опцион пут, чаще всего цена выкупа облигаций равна их номинальной стоимости, а потом купить на рынке облигации сопоставимого кредитного качества (возможно, того же самого эмитента), т.е. воспользовавшись этим опционом инвестор реинвестирует свои средства под более высокую доходность.

В нашей стране четкое соблюдение данного условия во многом обусловлено спецификой бюджетного процесса, а точнее тем, что все расходы на обслуживание долга субъекта Российской Федерации, в том числе и выпущенных им субфедеральных облигаций, должны быть заложены в бюджет соответствующего финансового года, при этом они должны быть предусмотрены в виде вполне определенной суммы (это касается как купонных выплат по облигациям, так и погашения их номинальной стоимости), т.е. эмитент должен заранее однозначно определить сумму, необходимую на исполнение обязательств по облигациям. При этом возможность для корректировки заложенной в бюджет суммы на исполнение обязательств по субфедеральным облигациям фактически отсутствует (особенно в том случае, если речь идет об ее увеличении).

Очевидно, что при эмиссии субфедеральных облигаций без встроенных опционов выполнение данного требования не составляет никакого труда, при этом не имеет значения характер погашения облигаций (это могут быть как облигации, по которым предусмотрено единовременное погашение номинальной стоимости (так называемое погашение пулей), так и амортизируемые

¹ Как правило, выкуп облигаций при реализации опциона колл осуществляется либо по номинальной стоимости (этот вариант является самым распространенным в мировой практике), либо по специальной выкупной цене, которая обычно формируется как сумма номинальной стоимости облигации и некой специальной надбавки (в зарубежной практике эта надбавка получила название «премии за досрочное погашение»).

облигации, предусматривающие специальный график погашения номинала)¹.

При наличии же встроенного опциона пут² эмитент субфедеральных облигаций фактически не может точно оценить потребность в финансовых ресурсах для обслуживания своих обязательств по облигациям, так как в действительности корректно оценить количество облигаций, которое будет предъявлено к выкупу в дату оферты просто невозможно. Мало того, крайне сложно получить даже приблизительную оценку возможного объема выкупа, так как оно зависит от решений крупнейших владельцев облигаций, количество которых нельзя точно спрогнозировать (например, даже в условиях стабильности процентных ставок крупный держатель облигаций может принять решение о предъявлении облигаций к выкупу при наличии у него более доходной альтернативы, причем она совсем не обязательно будет иметься именно на рынке облигаций или в рамках элементарного пересмотра структуры инвестиционного портфеля, предполагающей более высокий уровень его отраслевой диверсификации и, соответственно, уменьшение удельных весов отдельных отраслей и отдельных облигационных выпусков в его структуре).

В итоге в настоящее время на российском рынке субфедеральных облигаций просто отсутствуют выпуски облигаций со встроенными опционами (это касается как опционов колл, так и опционов пут).

В-третьих, для выпуска субфедеральных облигаций характерно **условие определенности стоимости заимствований**, которое заключается в том, что эмитент непосредственно заинтересован в однозначном определении стоимости осуществляемых заимствований на облигационном рынке в разрезе каждого облигационного выпуска, причем не только в целом за весь период обращения субфедеральных облигаций, но и за каждый отдельно взятый купонный период. Иными словами, эмитенты подобных облигаций прямо заинтересованы в том, чтобы заранее определить сумму купонных выплат, которые необходимо осуществить в пользу инвесторов (в случае эмиссии дисконтных облигаций стоимость заимствований изначально-

¹ Амортизируемые субфедеральные облигации получили широкое распространение в отечественной практике, так как «растянутое во времени» погашение их номинальной стоимости в сочетании с возможностью определения индивидуального графика амортизации для каждого облигационного выпуска объективно позволяют оптимизировать расходы на обслуживание облигационного долга.

² При наличии встроенного опциона колл эмитент сохраняет такую возможность, так как решение о выкупе облигаций он принимает самостоятельно в зависимости от складывающейся рыночной конъюнктуры.

но является определенной, так как их погашение осуществляется по номинальной стоимости).

Это условие, как и предыдущее, также связано с особенностями формирования бюджетов субъектов Российской Федерации. По сути, сам бюджетный процесс не предполагает возможности использования неких интервальных оценок, необходимость которых неизбежно возникала бы в случае эмиссии субфедеральных облигаций с плавающей купонной ставкой. Специфика облигаций с плавающей купонной ставкой заключается в том, что сама ставка по таким бумагам формируется из двух компонент:

1) базовой ставки¹ (в подобном качестве, в частности, могут выступать ставка по государственным облигациям сопоставимой длительности; ставки денежного рынка; уровень инфляции и т.д.);

2) премии за риск, непосредственно зависящей от уровня кредитного качества эмитента облигаций.

Как правило, величина премии за риск является постоянной и измеряется в базисных пунктах, а величина базовой ставки является переменной величиной, т.е. купонная ставка по облигациям с переменной ставкой в общем случае будет изменяться пропорционально изменению базовой ставки и заранее оценить величину такого изменения невозможно (например, в 2014 г. обострение геополитической ситуации в глобальном масштабе привело к заметному росту процентных ставок на российском рынке, причем даже в самом конце 2013 г. вероятность подобного варианта развития событий оценивалась как крайне низкая).

В связи с этим в России эмитенты субфедеральных облигаций стремятся зафиксировать величину купонной ставки на каждый купонный период, однако это отнюдь не означает, что она обязательно будет одинаковой в течение всего срока обращения облигаций, вполне возможны варианты, когда купонная ставка постепенно изменяется в течение срока обращения облигаций, причем допускаются самые разные варианты ее изменения (уменьшение, увеличение или разнонаправленное изменение купонной ставки по облигациям).

Стоит отметить, что сейчас на отечественном рынке нет выпусков субфедеральных облигаций с плавающей купонной ставкой.

Таким образом, резюмируя все сказанное выше, можно констатировать, что на российском рынке субфедеральных облигаций целесообразно выделить ряд условий, отражающих специфику этих финан-

¹ В научной литературе нередко используются альтернативные термины: «референсная ставка» или «основная ставка».

совых инструментов¹: условие законодательной фиксации; условие фиксированности срока до погашения; условие определенности стоимости заимствований.

2.2. Структурно-динамический анализ рынка субфедеральных облигаций в России

Как нам представляется, в рамках исследования отечественного рынка субфедеральных облигаций, проводимого с учетом методологических принципов, отражающих их специфику, необходимо проведение его подробного анализа как в динамике, так и в статике. Дело в том, что развитие национального рынка субфедеральных облигаций, как, впрочем, и остальных сегментов российского облигационного рынка, определяется множеством разнообразных факторов (экономических, политических, правовых и т.д.), которые обладают высокой степенью индивидуальности, т.е. в каждой стране формирование рынка субфедеральных облигаций (или его ближайшего аналога) имеет свою исторически сложившуюся специфику.

Крайне важно отметить, что с точки зрения эмитентов субфедеральных облигаций одним из важнейших факторов, влияющих на процесс становления и развития данного рынка, являются условия привлечения финансовых ресурсов посредством облигационного финансирования по сравнению с альтернативными источниками (в частности, весьма распространенными в отечественной практике банковскими кредитами). Очевидно, что в условиях, когда выпуск субфедеральных облигаций является конкурентоспособным вариантом привлечения капитала (например, по стоимости привлекаемых ресурсов, их срочности, условиях обслуживания долга и пр.) рынок субфедеральных облигаций получает дополнительный, причем довольно сильный, импульс для дальнейшего развития, и, соответственно, наоборот. Как свидетельствует и зарубежная, и отечественная практика, даже при сопоставимости условий облигационного финансирования с традиционными для эмитента источниками финансирования предпочтение будет отдаваться более привычным способам привлечения ресурсов, а своеобразное «переключение» на эмиссию облигаций будет происходить только в том случае, если она будет более выгодной для эмитента.

¹ См.: *Щербаков А.А.* Методологические принципы и условия выпуска субфедеральных облигаций // *Управленец*. 2015. № 1. С. 16–21.

При всей важности структурно-динамического анализа российского рынка субфедеральных облигаций необходимо отметить, что в настоящий момент в экономической и финансовой научной литературе этому вопросу внимание практически не уделяется¹. Как правило, в немногочисленных публикациях по рынку облигаций он рассматривается не обособленно, а более комплексно (в составе укрупненных групп, выделяемых по тем или иным признакам, или вообще всего рынка в целом). В частности, подобный подход к рассмотрению рынка субфедеральных облигаций характерен для информационно-аналитических материалов, подготавливаемых Банком России (например, в «Обзоре финансового рынка», подготовленного по итогам I полугодия 2013 г., при исследовании национального рынка публичных долговых инструментов выделяются: рынок государственных ценных бумаг (прежде всего облигаций федерального займа) и рынок негосударственных ценных бумаг (рынок корпоративных облигаций), причем субфедеральные облигации включаются в состав первой группы)².

Помимо этого, часто отечественный рынок субфедеральных облигаций объединяется с рынком муниципальных облигаций, объем которого – и по количеству облигационных выпусков, и по объему заимствований – является совсем небольшим, причем в настоящее время данный подход является весьма распространенным.

Именно в таком ключе рассматривается рынок субфедеральных облигаций в исследовании «Российская экономика в 2013 году. Тенденции и перспективы», подготовленном специалистами Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара, в котором специальный раздел, посвященный в том числе и субфедеральным облигациям, называется «Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований»³.

Аналогичный по своей сути подход представлен и в публикациях экспертов по отечественному облигационному рынку С.Л. Глазкова⁴,

¹ Нужно заметить, что для отечественной специализированной литературы по рынку ценных бумаг в целом характерен один примечательный нюанс: рынок долевого ценного бумага (прежде всего рынок акций) привлекает намного больше внимания исследователей по сравнению с рынком долговых ценных бумаг, т.е. можно говорить о существовании определенного «перекоса», связанного, по нашему мнению, с меньшей степенью разработанности теоретических и методологических основ последнего.

² См.: URL: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_01-2013.pdf (дата обращения: 25.09.2014).

³ См.: Российская экономика в 2013 году. Тенденции и перспективы. Вып. 35. М.: Ин-т Гайдара, 2014. С. 187–198.

⁴ См.: Глазков С.Л. «Детская болезнь» кривизны рынка субфедеральных и муниципальных облигаций Российской Федерации // Рынок ценных бумаг. 2005. № 9 (288). С. 61–64.

А. Ермака¹, Д. Андреевой, А. Табаха², а также в публикациях профессиональных участников рынка ценных бумаг (в частности, ЗАО «Сбербанк КИБ»³, группы «Открытие Капитал»⁴, ЗАО «ТРИНФИКО»⁵).

Таким образом, можно констатировать, что, несмотря на всю важность исследования данного сегмента облигационного рынка, фундаментальные специализированные научные публикации, посвященные анализу динамики и структуры национального рынка субфедеральных облигаций, в настоящий момент практически отсутствуют⁶.

Как нам представляется, при проведении динамического анализа российского рынка субфедеральных облигаций очень большое значение имеет выбор временного периода, так как корректные результаты могут быть получены только при условии сопоставимости уровня его развития в течение всего рассматриваемого промежутка времени (в противном случае результаты анализа будут просто несопоставимы между собой, что, в свою очередь, объективно не позволит сделать адекватные выводы относительно развития рынка субфедеральных облигаций).

По нашему мнению, наиболее репрезентативным периодом для проведения подобного анализа является период с начала 2004 г.⁷ по 30 июня 2014 г.⁸

С одной стороны, в течение этого периода национальный рынок субфедеральных облигаций находился в самых разнообразных состояниях (интенсивного роста, кризиса, посткризисного восстановления,

¹ См.: Ермак А. Рынок субфедеральных облигаций: основные итоги 2013 года и перспективы // Рынок ценных бумаг. 2014. № 2. С. 62–68.

² См.: Андреева Д., Табах А. Эпопея на рынке субфедерального долга: продолжение следует URL: <http://www.hse.ru/data/2014/08/19/1314407833/Subfed%20debt%2048-51.pdf> (дата обращения: 28.09.2014).

³ См.: URL: <http://fs.moex.com/f/753/sberbank-cib-aleksey-bezrukavnikov.pdf> (дата обращения: 29.09.2014).

⁴ См.: URL: <http://fs.moex.com/f/757/otkrytie-mihail-avtuhov.pdf> (дата обращения: 29.09.2014).

⁵ См.: URL: http://www.trinfico.ru/securities_markets/oblighi.html (дата обращения: 29.09.2014).

⁶ Примечательно, но в нашей стране наиболее распространенным является проведение анализа состояния облигационного рынка в целом и его отдельных сегментов в частности по итогам календарного года, а более длительный ретроспективный анализ распространения не получил.

⁷ На наш взгляд, выбор более продолжительного периода для проведения анализа является методологически некорректным, так как вплоть до конца 2003 г. на отечественном рынке отражались последствия кризиса 1998 г. Фактически только к этому моменту, по крайней мере частично, восстановилось доверие инвесторов к отечественному облигационному рынку в целом и рынку субфедеральных облигаций в частности, что позволило эмитентам проводить рыночные размещения и привлекать необходимые финансовые ресурсы по приемлемым ставкам.

⁸ В общей сложности этот период охватывает 10,5 лет.

умеренного роста), что значительно повышает уровень репрезентативности проводимого анализа, а с другой – именно в этот период эмитенты субфедеральных облигаций размещали свои бумаги на рыночных условиях, т.е. они предлагались широкому кругу инвесторов, в условиях постоянства¹ нормативно-правовой базы при достаточно высоком уровне развития рыночной инфраструктуры (прежде всего инфраструктуры биржевого рынка).

В качестве источника информации об эмиссиях и погашениях субфедеральных облигаций будет использоваться информационная база специализированного проекта *RusBonds*², причем проведение динамического анализа мы считаем необходимым осуществлять как по количеству облигационных выпусков, так и по их номинальной стоимости.

Итак, по состоянию на начало рассматриваемого периода – на 1 января 2004 г. – на российском рынке субфедеральных облигаций было представлено 110 облигационных выпусков, совокупная номинальная стоимость которых (без учета амортизации) составляла 111,5728 млрд руб. (см. Приложение 1).

Динамика размещения и погашения выпусков субфедеральных облигаций (по количеству выпусков) в течение всего анализируемого периода представлена в табл. 2.2.1.

Данные, приведенные в табл. 2.2.1, позволяют утверждать, что за рассматриваемый период количество выпусков субфедеральных облигаций снизилось на 9,09% (со 110 до 100 выпусков), причем наибольшее количество выпусков таких бумаг, одновременно находящихся в обращении, отмечалось по состоянию на начало 2005 г. (121 выпуск), а наименьшее – по состоянию на начало 2012 г. (83 выпуска).

При этом в целом по количеству облигационных выпусков национальный рынок субфедеральных облигаций оставался относительно стабильным (среднее количество выпусков в обращении по состоянию на начало года за весь период составило 99 выпусков), причем наибольший абсолютный прирост облигационных выпусков, находящихся в обращении был зафиксирован в 2004 г. (на 11 выпусков) и в 2013 г. (на 11 выпусков), а наибольшее абсолютное снижение –

¹ Безусловно, в течение анализируемого периода нормативно-правовая база претерпевала определенные изменения, однако, как мы полагаем, они не носили концептуального характера.

² URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pvt=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&erep=&bemis=&eemis=&bstav=&estav=&bcvol=&ecvol=#rslt – Официальный сайт интернет-проекта информационного агентства «Финмаркет» RusBonds (дата обращения: 01.10.2014).

в 2005 г. (на 15 выпусков) (графически абсолютные приросты количества выпусков субфедеральных облигаций представлены на рис. 2.2.1).

Таблица 2.2.1

Размещение и погашение выпусков субфедеральных облигаций с 1 января 2004 г. по 30 июня 2014 г. (по количеству выпусков)

Период	Количество облигационных выпусков			
	На начало периода	Размещено	Погашено	На конец периода
2004 г.	110	51	40	121
2005 г.	121	43	58	106
2006 г.	106	28	36	98
2007 г.	98	23	23	98
2008 г.	98	23	20	101
2009 г.	101	17	20	98
2010 г.	98	15	23	90
2011 г.	90	16	23	83
2012 г.	83	27	21	89
2013 г.	89	32	21	100
2014 г. (по 30 июня включительно)	100	7	7	100

Источник: Составлено авторами на основе данных: URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pvt=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&erep=&bemis=&eemis=&bstav=&estav=&bcvol=&ecvol=#rslt (дата обращения: 04.10.2014).

Полученные результаты свидетельствуют о том, что наибольшую активность эмитенты субфедеральных облигаций проявляли в 2004 и 2005 гг. (51 и 43 размещения соответственно), а наименьший уровень их активности отмечался в посткризисный период – в 2009–2011 гг. (в 2009 г. было размещено 17 выпусков, в 2010 г. – 15 выпусков, в 2011 г. – 16 выпусков).

Что же касается погашений выпусков субфедеральных облигаций, то в течение рассматриваемого периода их максимальное количество отмечалось в 2005 г. (58 погашений), а наименьшее количество – в 2008–2009 гг. (по 20 погашений ежегодно)¹.

¹В этом случае данные, приведенные за I полугодие 2014 г., являются не совсем корректными, так как они охватывают лишь часть календарного года (не факт, что количество размещений выпусков субфедеральных облигаций во II полугодии 2014 г. будет равно числу размещений в I полугодии: в действительности оно может быть как больше, так и меньше).

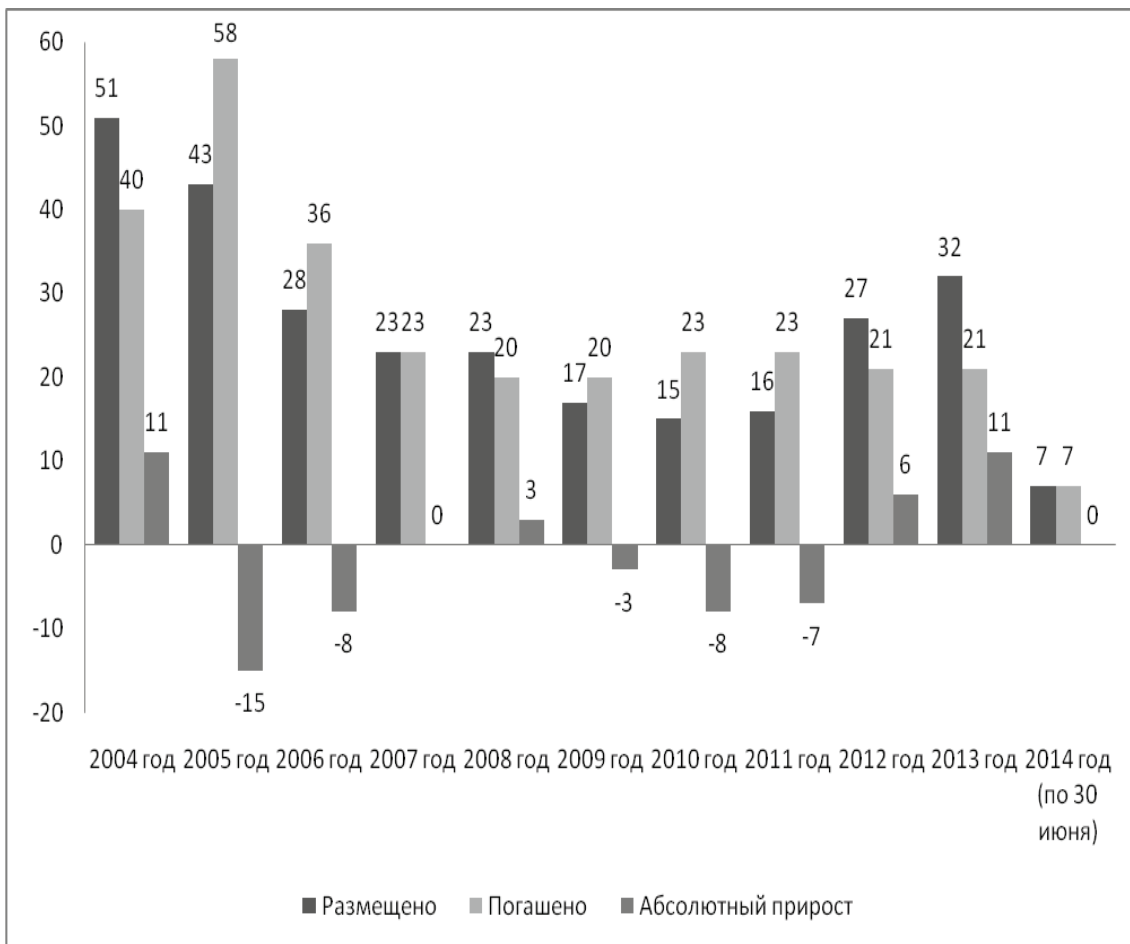


Рис. 2.2.1. Абсолютные приросты количества выпусков субфедеральных облигаций на российском рынке с 1 января 2004 г. по 30 июня 2014 г.

Источник: Составлено авторами на основе данных: Интернет-проект информационного агентства «Финмаркет» *RusBonds*. URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pvt=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&errep=&bemis=&ee mis=&bstav=&estav=&bcvol=&ecvol=#rslt (дата обращения: 04.10.2014).

Однако если анализировать динамику отечественного рынка субфедеральных облигаций по другому показателю – номинальной стоимости размещенных облигаций (без учета амортизации), то результаты будут кардинальным образом отличаться (табл. 2.2.2).

Данные табл. 2.2.2 однозначно свидетельствуют о существенном росте отечественного рынка субфедеральных облигаций по итогам анализируемого периода: его объем увеличился с 111,5728 млрд руб. до 832,1200 млрд руб., т.е. на 720,5472 млрд руб. (или в 6,46 раза).

Таким образом, можно уверенно констатировать факт стремительного роста национального рынка субфедеральных облигаций, причем 2013 г. стал годом своеобразных рекордов: во-первых, по состоянию на конец года объем отечественного рынка субфедеральных облигаций достиг своего исторического максимума (851,52 млрд руб.),

и, во-вторых, был поставлен рекорд по объему привлечения финансовых ресурсов в течение календарного года (в 2013 г. эмитенты субфедеральных облигаций привлекли 313,00 млрд руб.).

Таблица 2.2.2

Размещение и погашение выпусков субфедеральных облигаций с 1 января 2004 г. по 30 июня 2014 г. (по номинальной стоимости размещенных облигаций без учета амортизации), млрд руб.

Период	Номинальная стоимость облигационных выпусков без учета амортизации			
	На начало периода	Размещено	Погашено	На конец периода
2004 г.	111,57280	68,37500	18,70240	161,24540
2005 г.	161,24540	97,16500	30,41540	227,99500
2006 г.	227,99500	114,02100	31,99500	310,02100
2007 г.	310,02100	55,70700	30,83000	334,89800
2008 г.	334,89800	230,60000	32,39500	533,10300
2009 г.	533,10300	253,19164	55,75000	730,54464
2010 г.	730,54464	38,90000	82,53200	686,91264
2011 г.	686,91264	56,21000	77,18764	665,93500
2012 г.	665,93500	126,51000	134,10000	658,34500
2013 г.	658,34500	313,00000	119,82500	851,52000
2014 г. (по 30 июня включительно)	851,52000	43,10000	62,50000	832,12000

Источник: Составлено авторами на основе данных: URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pv t=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&er ep=&bemis=&eemis=&bstav=&estav=&bcvol=&ecvol=#rslt (дата обращения: 07.10.2014).

Особый интерес представляет и то, что в течение рассматриваемого периода на национальном рынке субфедеральных облигаций преобладали чистые заимствования, причем наиболее существенно рынок рос в 2008 г. (+198,2050 млрд руб., 2009 г. (+197,44164 млрд руб.) и 2013 г. (+193,1750 млрд руб.) (рис. 2.2.2).

Примечательно, что в развитии российского рынка субфедеральных облигаций можно четко выделить два однородных периода: период интенсивного наращивания чистых заимствований, который длился с 2004 по 2009 г. (за этот период номинальная стоимость облигаций возросла на 618,97184 млрд руб.) и период преобладания чистых погашений – 2010–2012 гг. (за это время объем рынка уменьшился на 72,19964 млрд руб.).

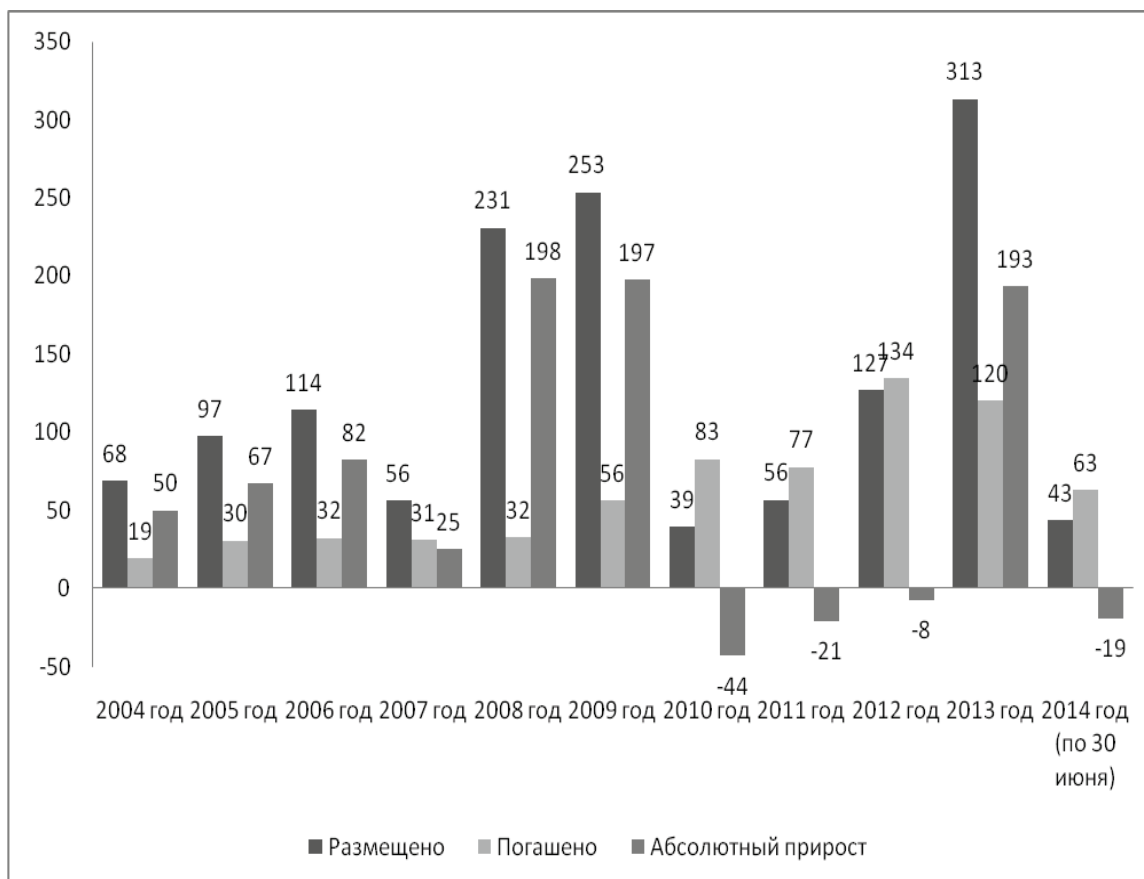


Рис. 2.2.2. Абсолютные приросты номинальной стоимости субфедеральных облигаций (без учета амортизации) на российском рынке с 1 января 2004 г. по 30 июня 2014 г., млрд руб.

Источник: Составлено авторами на основе данных: URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pvt=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&erep=&bemis=&eemis=&bstav=&estav=&bcvol=&ecvol=#rslt (дата обращения: 07.10.2014).

В 2013 г. период «сжатия» рынка прекратился, причем, по мнению Д. Андреевой и А. Табаха, в обозримой перспективе рост этого рынка продолжится. Авторы отмечают, что «основным драйвером стремительного роста регионального <...> долга является сочетание трех факторов: сложная бюджетная ситуация в подавляющем большинстве регионов, изменение политики Минфина, который не борется с возникновением долга, но ориентирует регионы на его финансирование через рыночные инструменты, а также регуляторные меры на долговом рынке (благоприятное отношение ЦБ РФ к субфедеральным облигациям при расчете достаточности банковского капитала и либерализация доступа для нерезидентов в этот сегмент рынка)»¹.

¹ Андреева Д., Табах А. Эпопея на рынке субфедерального долга: продолжение следует. URL: <http://www.hse.ru/data/2014/08/19/1314407833/Subfed%20debt%2048-51.pdf> (дата обращения: 10.10.2014).

Подводя итог всему, сказанному выше, мы считаем необходимым отметить, что более обоснованной является оценка динамики отечественного рынка субфедеральных облигаций на основании их номинальной стоимости (без учета амортизации), так как этот показатель корректнее отражает объем привлеченных финансовых ресурсов эмитентами. Следовательно, можно сделать вывод, что на протяжении рассматриваемого периода российский рынок субфедеральных облигаций рос чрезвычайно высокими темпами: средний абсолютный ежегодный прирост номинальной стоимости субфедеральных облигаций, находящихся в обращении, составил 75,84707 млрд руб., а средний годовой темп его прироста был равен 23,55%.

При этом следует отметить, что рост объема отечественного рынка субфедеральных облигаций сопровождался существенным увеличением средней номинальной стоимости одного облигационного выпуска (без учета амортизации): если на 1 января 2004 г. она составляла 1,014 млрд руб., то на 30 июня 2014 г. она увеличилась до 8,321 млрд руб., т.е. в 8,2 раза.

О резком росте объемов привлекаемых финансовых ресурсов на облигационном рынке также свидетельствует изменение минимальной и максимальной величин размещаемых выпусков: если на начало анализируемого периода минимальный объем облигационного выпуска составлял всего 0,004 млрд руб. (выпуск Томская Обл-25013-об), а максимальный – 5,000 млрд руб. (выпуск Москва-26038-об), то по состоянию на конец данного периода минимальный объем выпуска субфедеральных облигаций составил 0,200 млрд руб. (такой объем имели три выпуска субфедеральных облигаций – Томская Обл-25042-об, Томская Обл-25044-об и Томская Обл-25046-об), а максимальный – 40,000 млрд руб. (подобный объем имели сразу 7 выпусков облигаций – Москва-32064-об, Москва-25067-об, Москва-25071-об, Москва-32065-об, Москва-25068-об, Москва-26070-об и Москва-26069-об).

Помимо существенного увеличения среднего номинального объема выпусков субфедеральных облигаций целесообразно отметить и значительное увеличение их среднего срока до погашения¹. Так, на 1 января 2004 г. средний срок до погашения обращающихся выпусков субфедеральных облигаций составлял 1 162 дня, т.е. около 3,18 года², причем минимальный срок составил 151 день, т.е. 0,41 года (выпуск Иркутская Обл-21006-об), а максимальный срок – 8,98 года (выпуск СПб-26002-об), а на 30 июня 2014 г. средний срок

¹ В данном случае срок до погашения рассчитывается как разница между датой полного погашения облигационного выпуска и датой начала его размещения.

² Из расчета 365 календарных дней в году.

до погашения субфедеральных облигаций, находящихся в обращении, увеличился до 2 012 дней, или 5,51 года (в сторону увеличения сместились также минимальный и максимальный сроки до погашения, составив 714 дней, или 1,96 года (выпуск Томская Обл-25046-об), и 5 561 день, или 15,51 года (выпуск Москва-32048-об)).

Если анализировать структуру российского рынка субфедеральных облигаций, то за рассматриваемый период она также претерпела весьма и весьма значительные изменения (перечень облигационных выпусков, находящихся в обращении на 30 июня 2014 г., приведен в Приложении 2).

Так, по состоянию на начало рассматриваемого периода структура отечественного рынка субфедеральных облигаций характеризовалась очень высоким уровнем концентрации (табл. 2.2.3 и 2.2.4).

Таблица 2.2.3

Структура российского рынка субфедеральных облигаций по состоянию на 1 января 2004 г. (по количеству выпусков)

Эмитенты облигаций	Количество выпусков	Доля в общем объеме, в %
г. Санкт-Петербург	39	35,45
г. Москва	17	15,45
Иркутская область	7	6,36
Томская область	5	4,55
Ханты-Мансийский автономный округ	5	4,55
Республика Карелия	4	3,64
Республика Коми	3	2,73
Московская область	3	2,73
Республика Саха (Якутия)	3	2,73
Хабаровский край	3	2,73
Республика Чувашия	3	2,73
Белгородская область	2	1,82
Волгоградская область	2	1,82
Ленинградская область	2	1,82
Мурманская область	2	1,82
Республика Башкортостан	1	0,91
Вологодская область	1	0,91
Костромская область	1	0,91
Красноярский край	1	0,91
Новосибирская область	1	0,91
Самарская область	1	0,91

Эмитенты облигаций	Количество выпусков	Доля в общем объеме, в %
Сахалинская область	1	0,91
Тверская область	1	0,91
Ямало-Ненецкий автономный округ	1	0,91
Ярославская область	1	0,91
Итого	110	100,00

Источник: Составлено авторами на основе данных: URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pvt=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&erep=&bemis=&eemis=&bstav=&estav=&bcvol=&ecvol=#rslt (дата обращения: 17.10.2014).

Таблица 2.2.4

Структура российского рынка субфедеральных облигаций по состоянию на 30 июня 2014 г. (по количеству выпусков)

Эмитенты облигаций	Количество выпусков	Доля в общем объеме, в %
г. Москва	15	15,00
Томская область	6	6,00
Волгоградская область	5	5,00
Республика Карелия	4	4,00
Республика Коми	4	4,00
Красноярский край	4	4,00
Нижегородская область	4	4,00
Республика Удмуртия	4	4,00
Белгородская область	3	3,00
Липецкая область	3	3,00
Оренбургская область	3	3,00
Самарская область	3	3,00
Республика Саха (Якутия)	3	3,00
г. Санкт-Петербург	3	3,00
Тверская область	3	3,00
Республика Башкортостан	2	2,00
Вологодская область	2	2,00
Воронежская область	2	2,00
Костромская область	2	2,00
Краснодарский край	2	2,00
Республика Марий Эл	2	2,00
Рязанская область	2	2,00

Эмитенты облигаций	Количество выпусков	Доля в общем объеме, в %
Свердловская область	2	2,00
Ставропольский край	2	2,00
Тульская область	2	2,00
Республика Хакасия	2	2,00
Республика Чувашия	2	2,00
Ярославская область	2	2,00
Калужская область	1	1,00
Кемеровская область	1	1,00
Ленинградская область	1	1,00
Республика Мордовия	1	1,00
Новосибирская область	1	1,00
Омская область	1	1,00
Смоленская область	1	1,00
Итого	100	100,00

Источник: Составлено авторами на основе данных: URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pvt=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&erep=&bemis=&eemis=&bstav=&estav=&bcvol=&ecvol=#rslt (дата обращения: 18.10.2014).

Анализируя структуру национального рынка субфедеральных облигаций по количеству выпусков, можно констатировать, что за выбранный период количество эмитентов субфедеральных облигаций возросло с 25 до 35 субъектов Российской Федерации (или на 40%), т.е. можно сделать вывод об усложнении структуры данного рынка за счет увеличения числа эмитентов облигаций. При этом нужно заметить, что данный процесс проходил неравномерно: одни эмитенты, исполнив свои обязательства по облигационным выпускам, полностью прекратили привлечение финансовых ресурсов с рынка облигаций, и их облигации больше на рынке не представлены (в частности, ушли с рынка 7 эмитентов: Иркутская область, Московская область, Мурманская область, Сахалинская область, Хабаровский край, Ханты-Мансийский автономный округ и Ямало-Ненецкий автономный округ), а другие, напротив, вышли на этот рынок (в общей сложности так поступили 17 субъектов Российской Федерации: Воронежская область, Калужская область, Кемеровская область, Краснодарский край, Липецкая область, Нижегородская область, Омская область, Оренбургская область, Республика Мордовия, Республика Удмуртия,

Республика Хакасия, Республика Марий Эл, Рязанская область, Свердловская область, Смоленская область, Ставропольский край, Тульская область).

Следует обратить особое внимание на тот факт, что с точки зрения количества облигационных выпусков на протяжении рассматриваемого периода рынок характеризовался высоким уровнем концентрации, который, впрочем, существенно снизился к концу периода.

Так, например, на 1 января 2004 г. на 5 эмитентов (топ-5) приходилось 66,36% от общего количества выпусков субфедеральных облигаций, находящихся в обращении, а на 30 июня 2014 г. – уже 34,00%, причем значительно изменился и состав этой пятерки (остаться в ней смогли только г. Москва и Томская область).

Примечательно, что при исследовании структуры рынка субфедеральных облигаций по номинальной стоимости облигационных выпусков (без учета амортизации) вывод о снижении уровня его концентрации в целом подтвердился, однако сам уровень концентрации по этому показателю был значительно выше, а его сокращение – более скромным по своим масштабам (табл. 2.2.5 и 2.2.6).

Таблица 2.2.5

Структура российского рынка субфедеральных облигаций по состоянию на 1 января 2004 г. (по номинальной стоимости размещенных облигаций без учета амортизации), млрд руб.

Эмитенты облигаций	Номинальная стоимость облигационных выпусков без учета амортизации	Доля в общем объеме, в %
г. Москва	63,0000	56,47%
г. Санкт-Петербург	19,7100	17,67%
Московская область	6,9000	6,18%
Ханты-Мансийский автономный округ	4,3300	3,88%
Республика Саха (Якутия)	2,2700	2,03%
Ямало-Ненецкий автономный округ	1,8000	1,61%
Республика Коми	1,6000	1,43%
Красноярский край	1,5000	1,34%
Новосибирская область	1,5000	1,34%
Ленинградская область	1,2000	1,08%
Самарская область	1,1850	1,06%
Тверская область	1,0000	0,90%
Белгородская область	0,6200	0,56%

Эмитенты облигаций	Номинальная стоимость облигационных выпусков без учета амортизации	Доля в общем объеме, в %
Иркутская область	0,5190	0,47%
Томская область	0,5000	0,45%
Волгоградская область	0,5000	0,45%
Республика Башкортостан	0,5000	0,45%
Ярославская область	0,5000	0,45%
Хабаровский край	0,4928	0,44%
Республика Чувашия	0,4660	0,42%
Мурманская область	0,4500	0,40%
Республика Карелия	0,4300	0,39%
Костромская область	0,3000	0,27%
Вологодская область	0,2000	0,18%
Сахалинская область	0,1000	0,09%
Итого	111,5728	100,00

Источник: Составлено авторами на основе данных: URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pvt=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&erep=&bemis=&eemis=&bstav=&estav=&bcvol=&ecvol=#rslt (дата обращения: 20.10.2014).

Таблица 2.2.6

Структура российского рынка субфедеральных облигаций по состоянию на 30 июня 2014 г. (по номинальной стоимости размещенных облигаций без учета амортизации), млрд руб.

Эмитенты облигаций	Номинальная стоимость облигационных выпусков без учета амортизации	Доля в общем объеме, в %
г. Москва	460,00	55,28%
Красноярский край	46,91	5,64%
Самарская область	35,50	4,27%
Нижегородская область	31,00	3,73%
г. Санкт-Петербург	22,00	2,64%
Волгоградская область	20,00	2,40%
Краснодарский край	16,00	1,92%
Республика Коми	15,30	1,84%
Оренбургская область	15,00	1,80%
Белгородская область	13,50	1,62%
Томская область	10,90	1,31%

Эмитенты облигаций	Номинальная стоимость облигационных выпусков без учета амортизации	Доля в общем объеме, в %
Липецкая область	10,50	1,26%
Воронежская область	10,00	1,20%
Ставропольский край	10,00	1,20%
Тульская область	10,00	1,20%
Тверская область	9,00	1,08%
Республика Удмуртия	8,50	1,02%
Республика Башкортостан	8,00	0,96%
Костромская область	8,00	0,96%
Ярославская область	8,00	0,96%
Республика Саха (Якутия)	7,50	0,90%
Вологодская область	7,11	0,85%
Республика Карелия	6,50	0,78%
Свердловская область	6,00	0,72%
Новосибирская область	5,00	0,60%
Омская область	5,00	0,60%
Республика Хакасия	5,00	0,60%
Рязанская область	4,60	0,55%
Республика Марий Эл	3,50	0,42%
Республика Мордовия	3,00	0,36%
Смоленская область	3,00	0,36%
Республика Чувашия	3,00	0,36%
Калужская область	2,50	0,30%
Ленинградская область	1,30	0,16%
Кемеровская область	1,00	0,12%
Итого	832,12	100,00

Источник: Составлено авторами на основе данных: URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pvt=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&erep=&bemis=&eemis=&bstav=&estav=&bcvol=&ecvol=#rslt (дата обращения: 22.10.2014).

Данные, приведенные в табл. 2.2.5 и 2.2.6, свидетельствуют о том, что на 1 января 2004 г. на 5 крупнейших эмитентов приходилось 86,23% от всего отечественного рынка субфедеральных облигаций, а на 30 июня 2014 г. – 71,55%. При этом самым крупным эмитентом субфедеральных облигаций являлась Москва, на долю которой

на начало периода приходилось 56,47%, а на конец периода – 55,28% (фактически в нашей стране сложилась уникальная ситуация, когда на долю одного эмитента приходится более половины всего национального рынка субфедеральных облигаций).

Подводя итог всему, сказанному выше, можно сделать следующие выводы:

1) номинальная стоимость облигационных выпусков (без учета амортизации) дает возможность получить более точное представление о динамике и структуре российского рынка субфедеральных облигаций, так как этот показатель характеризует фактически привлеченный эмитентами объем финансовых ресурсов;

2) в течение рассматриваемого периода – с 1 января 2004 г. по 30 июня 2014 г. – отечественный рынок субфедеральных облигаций интенсивно развивался: его объем вырос с 111,5728 млрд руб. до 832,1200 млрд руб.;

3) средняя номинальная стоимость одного выпуска субфедеральных облигаций увеличилась с 1,014 млрд руб., до 8,321 млрд руб., а средний срок до погашения облигаций – с 1 162 до 2 012 дней;

4) по итогам анализируемого периода структура рынка субфедеральных облигаций претерпела значительные изменения: общее количество эмитентов облигаций, одновременно находящихся в обращении, увеличилось с 25 до 35, причем за весь период 7 эмитентов ушли с облигационного рынка и 17 эмитентов разместили на нем свои облигации;

5) рынок субфедеральных облигаций характеризовался очень высоким уровнем концентрации, в частности, на долю одного эмитента (г. Москва) приходилось более 50% номинальной стоимости находящихся в обращении субфедеральных облигаций.

2.3. Особенности российского рынка субфедеральных облигаций

Проведя структурно-динамический анализ отечественного рынка субфедеральных облигаций, мы считаем необходимым рассмотреть его специфические особенности, возникновение и сохранение которых до настоящего времени в значительной мере обусловлено историческим характером его развития.

По нашему мнению, в долгосрочной перспективе специфические особенности национального рынка субфедеральных облигаций оказывают существенное влияние на формирование его конъюнктуры,

в том числе за счет их объективного влияния как на величину спроса на субфедеральные облигации со стороны инвесторов, так и на величину их предложения со стороны эмитентов облигаций.

Необходимо заметить, что в российской научной литературе эпизодически предпринимались попытки выявления и систематизации специфических особенностей и российского облигационного рынка в целом, и рынка субфедеральных облигаций в частности, однако общее количество подобных научных исследований, во-первых, крайне незначительно (к сожалению, в большинстве случаев исследователи ограничиваются краткой характеристикой данного рынка на определенный момент времени или хронологическим описанием этапов его становления и развития) и, во-вторых, многие исследования проводились достаточно давно – в конце 1990-х – начале 2000-х гг. (соответственно, общий уровень развития рынка субфедеральных облигаций был совершенно иным).

Таким образом, можно констатировать, что в последние годы, специализированные исследования в данной области практически не проводились, поэтому мнения отечественных ученых по данному вопросу, по сути, представлены в единичных научных работах.

Подробно анализируя весь национальный облигационный рынок, Ю.В. Семернина предлагает выделять три группы его особенностей¹:

1) законодательные особенности (практически полное отсутствие облигаций, первоначально эмитируемых на срок менее одного года; интенсивное развитие сегмента биржевых облигаций; отсутствие существенных льгот для долгосрочных инвесторов; низкий уровень правовой защиты владельцев облигаций в случае дефолта);

2) инфраструктурные особенности (преобладание биржевой торговли облигациями; монополизация биржевой торговли; отдельная торговля государственными и иными видами облигаций (до весны 2012 г.); низкая ликвидность облигационного рынка; «отсутствие практики функционирования центрального депозитария»);

3) исторические особенности (преобладание облигаций с фиксированными купонными выплатами; большой удельный вес облигаций государственных компаний; краткосрочный и среднесрочный характер привлечения заемного капитала; активное применение эмитентами специальных финансовых структур при выпуске облигаций; доминирование иностранных инвесторов, практически полное отсутствие иностранных эмитентов).

¹ См.: Семернина Ю.В. Анализ структуры российского рынка облигаций // Экономический анализ: теория и практика. 2012. № 5. С. 29–37; Семернина Ю.В. Специфические особенности российского рынка облигаций // Финансы и кредит. 2012. № 8. С. 51–58.

Отдельные исследователи, акцентируя свое внимание непосредственно на рынке субфедеральных облигаций, также признают наличие целого ряда его специфических особенностей. Например, С.Л. Глазков, рассматривая рынок субфедеральных и муниципальных облигаций как единое целое, отмечает¹, что он:

- 1) мал по объему и относительно, и абсолютно;
- 2) характеризуется дисбалансом структуры эмитентов;
- 3) мал по количеству эмитентов абсолютно и искривлен относительно;
- 4) характеризуется дисбалансом структуры инвесторов;
- 5) характеризуется повышенной волатильностью и недостаточной обоснованностью ценообразования.

Как нам представляется, выделяемые Ю.В. Семерниной особенности всего национального облигационного рынка некорректно отождествлять с особенностями рынка субфедеральных облигаций, хотя бы в силу того, что эти ценные бумаги обладают определенными особенностями как финансовые инструменты, а условия их выпуска достаточно существенно отличаются, к примеру, от условий выпуска корпоративных облигаций, причем некоторые общие особенности совершенно не применимы к рынку субфедеральных облигаций.

Что же касается особенностей рынка, рассматриваемых С.Л. Глазковым, то, на наш взгляд, в текущих рыночных реалиях можно согласиться лишь с отдельными из них, причем с определенными оговорками. Соответственно, в процессе исследования мы считаем целесообразным выявление только тех особенностей российского рынка субфедеральных облигаций, которые определяют его уникальность по сравнению с другими сегментами национального облигационного рынка.

Итак, в качестве первой особенности российского рынка субфедеральных облигаций мы, в определенной мере соглашаясь с мнением С.Л. Глазкова, предлагаем выделить **дисбаланс участников рынка субфедеральных облигаций** (в данном случае под участниками рынка субфедеральных облигаций мы понимаем не только эмитентов и инвесторов, но и профессиональных посредников).

Эта особенность рынка субфедеральных облигаций заключается в том, что эмитенты, инвесторы и профессиональные посредники представлены на нем крайне неравномерно.

¹ См.: Глазков С.Л. Особенности рынка субфедеральных и муниципальных облигаций Российской Федерации URL: http://www.cfin.ru/finmarket/municipal_bonds.shtml (дата обращения: 02.12.2014); Глазков С.Л. «Детская болезнь» кривизны рынка субфедеральных и муниципальных облигаций Российской Федерации // Рынок ценных бумаг. 2005. № 9 (288). С. 61–64.

Так, если говорить об эмитентах субфедеральных облигаций, то теоретически в подобном качестве может выступать каждый из 85 субъектов Российской Федерации¹ (максимально возможное количество эмитентов субфедеральных облигаций определяется числом ее субъектов), реализуя тем самым экономический признак бюджета, в рамках которого осуществляется мобилизация финансовых ресурсов в бюджет субъекта РФ².

Однако по состоянию на 30 июня 2014 г. на Московской бирже были представлены долговые обязательства всего 35 субъектов (или 41,17% от их общего количества), т.е. количество субъектов Российской Федерации, не представленных на облигационном рынке, в 1,43 раза превышает количество субъектов, привлекающих облигационное финансирование. По-прежнему только незначительная часть регионов использует облигации как инструмент своей долговой политики³.

Примечательно, что проведение анализа эмиссионной активности субъектов Российской Федерации на публичном долговом рынке в разрезе федеральных округов только подчеркивает существующие дисбалансы на отечественном рынке субфедеральных облигаций (см. Приложение 3).

Если рассматривать долю субъектов Российской Федерации, имеющих облигации, находящиеся в обращении на момент проведения анализа, то становится очевидным тот факт, что в отдельных федеральных округах эмитенты фактически не используют облигационный рынок для привлечения финансовых ресурсов (табл. 2.3.1), хотя, безусловно, бюджет любого субъекта РФ нуждается в дополнительных финансовых ресурсах для обеспечения «устойчивого функционирования и развития социальной сферы»⁴, а также в целях «активного воздействия органов государственной власти на региональные экономические процессы»⁵.

¹ См.: URL: <http://www.constitution.ru/10003000/10003000-5.htm> (дата обращения: 03.12.2014).

² См.: *Истомина Н.А.* Признаки бюджета: содержание и особенности проявления на уровне бюджетов субъектов Федерации // *Финансы и кредит.* 2013. № 14. С. 14.

³ См.: *Ермакова Е.А., Семернина Ю.В.* Привлекательность облигационного финансирования расходных обязательств субъекта Российской Федерации в условиях роста региональных долгов // *Региональная экономика: теория и практика.* 2013. № 44. С. 19–21.

⁴ *Истомина Н.А.* Бюджет субъекта Федерации как инструмент регулирования социальной сферы региона. // *Региональная экономика: теория практика.* 2012. № 35. С. 57.

⁵ *Истомина Н.А.* Бюджет субъекта Федерации как инструмент регулирования развития экономики региона. // *Региональная экономика: теория практика.* 2012. № 40. С. 55.

**Использование облигационного финансирования субъектами
Российской Федерации в разрезе федеральных округов
(по состоянию на 30 июня 2014 г.)**

Федеральный округ	Число субъектов Российской Федерации		Доля субъектов Российской Федерации, имеющих облигации, находящиеся в обращении, %
	входящих в состав федерального округа	имеющих облигации, находящиеся в обращении	
Дальневосточный федеральный округ	9	1	11,11
Крымский федеральный округ	2	0	0,00
Приволжский федеральный округ	14	8	57,14
Северо-Западный федеральный округ	11	5	45,45
Северо-Кавказский федеральный округ	7	1	14,29
Сибирский федеральный округ	12	6	50,00
Уральский федеральный округ	6	1	16,67
Центральный федеральный округ	18	11	61,11
Южный федеральный округ	6	2	33,33
Итого	85	35	41,17

Источник: Составлено авторами на основе данных: URL: http://www.micex.ru/file/bulletin/141723/Market_300614.pdf (дата обращения: 04.12.2014).

В частности, вообще не представлены на биржевом облигационном рынке эмитенты Крымского федерального округа¹, а эмитенты Дальневосточного, Северо-Кавказского и Уральского федеральных округов представлены на нем очень ограниченно (по одному эмитенту в каждом федеральном округе), при этом эмитенты Центрального и Приволжского федеральных округов используют облигационное финансирование намного активнее по сравнению со средним российским уровнем.

Дополнительным свидетельством существования серьезных дисбалансов на российском рынке субфедеральных облигаций является

¹ По нашему мнению, в значительной степени это может быть связано с одновременным воздействием двух факторов: недавним вхождением этого округа в состав Российской Федерации (с 18 марта 2014 г.) и переходным периодом, связанным с трансформацией законодательства и переходом от украинских правовых норм к российским.

крайне высокая неравномерность распределения удельных весов федеральных округов как по количеству облигационных выпусков, находящихся в обращении, так и по их номинальной стоимости (табл. 2.3.2). Данные, приведенные в таблице, позволяют сделать однозначный вывод, что доминирующими на отечественном рынке субфедеральных облигаций являются Центральный и Приволжский федеральные округа, на которые в совокупности приходится 57,00% всего рынка по количеству выпусков субфедеральных облигаций и 77,71% по номинальной стоимости облигаций, находящихся в обращении. Одновременно доля четырех федеральных округов – Дальневосточного, Северо-Кавказского, Уральского и Крымского – на отечественном рынке незначительна: в совокупности по количеству облигационных выпусков на них приходится всего 7,00% по количеству выпусков и 2,82% по номинальной стоимости обращающихся бумаг.

Таблица 2.3.2

Распределение федеральных округов по количеству выпусков субфедеральных облигаций, находящихся в обращении и их номинальной стоимости (по состоянию на 30 июня 2014 г.)

Федеральный округ	Количество выпусков субфедеральных облигаций	Доля в общем объеме, %	Номинальная стоимость выпусков субфедеральных облигаций, руб.	Доля в общем объеме, %
Дальневосточный федеральный округ	3	3,00	7 500 000 000	0,90
Крымский федеральный округ	0	0,00	0	0,00
Приволжский федеральный округ	21	21,00	107 500 000 000	12,92
Северо-Западный федеральный округ	14	14,00	52 210 000 000	6,27
Северо-Кавказский федеральный округ	2	2,00	10 000 000 000	1,20
Сибирский федеральный округ	15	15,00	73 810 000 000	8,87
Уральский федеральный округ	2	2,00	6 000 000 000	0,72
Центральный федеральный округ	36	36,00	539 100 000 000	64,79
Южный федеральный округ	7	7,00	36 000 000 000	4,33
Итого	100	100,00	832,12	100,00

Источник: Составлено автором на основе данных: URL: http://www.micex.ru/file/bulletin/141723/Market_300614.pdf (дата обращения: 04.12.2014).

Если рассматривать дисбалансы российского рынка субфедеральных облигаций с точки зрения структуры инвесторов, то, несмотря на отсутствие официальной статистики по обобщенной структуре владельцев субфедеральных облигаций, можно констатировать несколько весьма интересных фактов.

Во-первых, на отечественном рынке субфедеральных облигаций минимально присутствие иностранных инвесторов (к примеру, в сегменте корпоративных облигаций их присутствие является намного более выраженным).

По нашему мнению, доля иностранных инвесторов на отечественном рынке субфедеральных облигаций по состоянию на 30 июня 2014 г. не превышала 5–7% (основными владельцами этих бумаг являются крупные государственные банки, имеющие доступ к относительно дешевым финансовым ресурсам и заинтересованные в возможности привлечения финансирования под залог этих ценных бумаг).

Можно утверждать, что преобладание российских инвесторов в этом сегменте отечественного облигационного рынка в значительной мере было обусловлено существованием значительных инфраструктурных ограничений, сохранявшихся вплоть до конца января 2014 г. В частности, только в январе-феврале 2014 г. крупнейшие международные депозитарии – *Euroclear* и *Clearstream* – получили прямой доступ к отечественному рынку субфедеральных облигаций, что упростило и удешевило совершение сделок с этими финансовыми инструментами для значительной части инвесторов-нерезидентов (ранее операции с субфедеральными облигациями были доступны нерезидентам лишь при использовании более сложных схем при совершении сделок),

Во-вторых, на российском рынке субфедеральных облигаций преобладают крупные инвесторы, приобретающие облигации непосредственно в момент их первичного размещения на значительные средства (по нашим оценкам, порядка 50 000 000 – 100 000 000 руб. и более).

Как мы полагаем, доминирование крупных инвесторов обусловлено привлекательностью субфедеральных облигаций как инструмента привлечения финансовых ресурсов в рамках РЕПО-сделок, в том числе как в рамках называемых сделок прямого РЕПО с Центральным банком, когда ликвидность под залог субфедеральных облигаций предоставляется непосредственно национальным регулятором, так и РЕПО-сделок с другими участниками рынка (в настоящий момент минимальная сумма подобных сделок, характерная для отечественного рынка, при условии их совершения непосредственно между коммерческими банками колеблется от 10 000 000 до 50 000 000 руб.,

однако крупные банки, являющиеся держателями субфедеральных облигаций, стремясь минимизировать свои транзакционные издержки при совершении сделок предпочитают работать с суммами от 50 000 000 и более).

В-третьих, национальный рынок субфедеральных облигаций отличается значительной долей инвесторов, владеющих этими бумагами вплоть до погашения. Во многом отсутствие спекулянтов на этом рынке связано с его низкой ликвидностью: по сути, крупные владельцы субфедеральных облигаций не имеют реальной возможности продать принадлежащие им бумаги по приемлемым ценам, по крайней мере, в необходимом объеме (так, для продажи таких бумаг на сумму 50 000 000 руб. может потребоваться от нескольких дней до нескольких недель).

Кроме того, стоит отметить, что при прочих равных условиях сами владельцы облигаций далеко не всегда заинтересованы в продаже именно субфедеральных облигаций, как минимум, из-за льготного налогообложения купонных платежей и сложности восстановления¹ таких позиций.

Наконец, значительные дисбалансы наблюдаются и с точки зрения профессиональных посредников, работающих на отечественном рынке субфедеральных облигаций, прежде всего, оказывающих услуги по организации размещения субфедеральных облигаций.

Так, по итогам 2013 г. государственные банки, безусловно, доминировали на этом рынке: по крайней мере, такой вывод можно сделать, сгруппировав размещения субфедеральных облигаций, прошедшие в 2013 г., в зависимости от того, кто выступал в качестве их организатора (обобщенные данные представлены в табл. 2.3.3).

Таблица 2.3.3

Организаторы размещений субфедеральных облигаций в 2013 г.

Облигационный выпуск	Организатор размещения
Саха Респ-35005-об	ООО «Брокерская компания «Регион»
Липецкая Обл-35008-об	ЗАО «ВТБ Капитал»
ВолгоградОбл-35003-об	ОАО АКБ «Росбанк»
Москва-25067-об	ЗАО «Гарант-М»
Чувашия Респ-34010-об	ЗАО «ВТБ Капитал»
ОренбургОбласть-35001-об	ОАО «Банк «Открытие»

¹Достаточно часто крупные инвесторы консервативны в своих предпочтениях, поэтому нередко, продав облигации для удовлетворения потребности в ликвидности, они стремятся восстановить позицию, т.е. приобрести эти же облигации в таком же объеме.

Облигационный выпуск	Организатор размещения
Ярославская Обл-34012-об	ЗАО «Сбербанк КИБ»
Карелия Респ-34016-об	ЗАО «Сбербанк КИБ»
Белгородская Обл-35007-об	ЗАО «ВТБ Капитал»
Самарская Обл-35009-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ», ОАО АКБ «Росбанк», ОАО «Банк «Открытие»
Нижегород Обл-34009-об	ООО «Брокерская компания «Регион»
Красноярский Край-34007-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ», ОАО «Банк «Открытие»
Башкортостан Респ-34008-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ»
Москва-25068-об	ЗАО «Гарант-М»
Костромская Обл-34007-об	ОАО «Банк «Открытие»
Волгоград Обл-35004-об	ОАО АКБ «Росбанк»
Удмуртская Респ-35001-об	ОАО «Банк «Открытие»
Омская Обл-2-34001-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ», ОАО «Газпромбанк»
Смоленская Обл-34001-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ»
Воронежская Обл-34006-об	ОАО АКБ «Росбанк»
Мордовия Респ-34001-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ», ОАО «Газпромбанк»
Хакасия Респ-35003-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ»
Новосибирская Обл-34015-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ»
Ставрополь Край-34002-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ»
Тульская Обл-34003-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ», ОАО «Газпромбанк»
Москва-26069-об	ЗАО «Гарант-М»
Тверская Обл-34009-об	ООО «Брокерская компания «Регион»
Кемеровская Обл-34001-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ»
Томская Обл-25046-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ», ОАО «Газпромбанк»
Москва-26070-об	ЗАО «Гарант-М»
Москва-25071-об	ЗАО «Гарант-М»
Томская Обл-34048-об	ЗАО «ВТБ Капитал», ЗАО «Сбербанк КИБ», ОАО «Газпромбанк»

Источник: Составлено автором на основе данных: URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pvt=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&erep=&bemis=&eemis=&bstav=&estav=&bcvol=&ecvol=#rslt (дата обращения: 09.12.2014).

Данные, приведенные в таблице, позволяют обоснованно утверждать, что в 2013 г. крупнейшие банки (прежде всего банки с госу-

дарственным участием) обеспечили подавляющее большинство размещений субфедеральных облигаций (из 32 выпусков всего 8 выпусков было размещено инвестиционными компаниями: 5 выпусков разместило ЗАО «Гарант-М» и 3 выпуска – ООО «Брокерская компания «Регион»), причем наиболее активно в качестве организаторов размещений выступали ЗАО «Сбербанк КИБ» и ЗАО «ВТБ Капитал».

Обобщив все существующие дисбалансы на отечественном рынке субфедеральных облигаций, можно сделать вывод, что в настоящее время он является рынком с ограниченным количеством участников: эмитентами подобных бумаг выступает ограниченное количество субъектов Российской Федерации, а инвесторами и профессиональными посредниками – крупнейшие коммерческие банки, в том числе и банки с государственным участием.

Вторая особенность российского рынка субфедеральных облигаций, на наш взгляд, – это **низкая заинтересованность эмитентов субфедеральных облигаций в повышении ликвидности вторичного рынка.**

Мы считаем, что эта особенность обусловлена тем, что эмитенты субфедеральных облигаций в подавляющем большинстве случаев не готовы оплачивать услуги маркет-мейкеров, обеспечивающих поддержание ликвидности вторичного рынка (такие расходы не являются традиционными для региональных бюджетов; в стандартных условиях, как и любой бюджет, бюджет субъекта Федерации посредством расходов реализует процессы бюджетного перераспределения – т.е. использования сконцентрированных в бюджете финансовых ресурсов (доходов) в соответствии с установленными функциями, потребностями¹).

В мировой и отечественной практике маркет-мейкеры обеспечивают ликвидность рынка за счет одновременного выставления заявок определенного объема на покупку и на продажу ценных бумаг, обеспечивая некий заранее определенный рыночный спред между ними (как правило, величина этого спреда заранее оговаривается с эмитентом облигаций и может существенно варьироваться), поддерживая эти заявки в течение всей или, как минимум, большей части торговой сессии.

Стоит отметить, что в общем случае при наличии маркет-мейкера вторичный рынок облигаций становится более привлекательным для инвесторов: они получают возможность продать определенное количество бумаг с разумным уровнем спреда (в большинстве дого-

¹ См.: *Истомина Н.А.* О бюджетном перераспределении и его роли в социально-экономическом развитии регионов // *Финансы и кредит.* 2013. № 11. С. 13.

воров с маркет-мейкерами величина поддерживаемого спреда колеблется от 0,4% до 0,8% от номинальной стоимости облигации) даже при высоком уровне волатильности рынка.

По сути, маркет-мейкеры (до определенных пределов) позволяют решить проблему «ухода ликвидности» с рынка субфедеральных облигаций. Данная проблема, как мы полагаем, является чрезвычайно актуальной для рассматриваемого рынка, так как в условиях высокой неопределенности, покупатели нередко частично или полностью уходят с рынка, т.е. либо выставляют заявки на продажу облигаций значительно ниже цен последних сделок, фактически совершенных с облигациями (например, на 10–20%), либо вообще перестают выставлять заявки на покупку облигаций. Соответственно, в таких условиях держатели облигаций вынуждены продавать их по сложившимся ценам спроса (зачастую фиксируя убытки), а в худшем случае они вообще не имеют возможности закрыть позицию.

Безусловно, наличие маркет-мейкера означает для эмитента облигаций дополнительные расходы (в принципе, эти расходы вполне могут рассматриваться как дополнительные расходы на привлечение финансовых ресурсов, так как эмитент традиционно оплачивает услуги маркет-мейкера в течение всего периода обращения облигаций). В действительности стоимость услуг маркет-мейкера может колебаться в зависимости от условий, на которых он обязуется поддерживать ликвидность вторичного рынка облигаций. Например, значимыми являются требуемая эмитентом величина спреда (чем она меньше, тем выше будет вознаграждение маркет-мейкера), объем выставляемых двухсторонних заявок (чем больше объем заявок, тем больше вознаграждение), период поддержания двухсторонних котировок в течение торговой сессии (самым дорогим для эмитента будет поддержание ликвидности в течение всей торговой сессии) и ряд других параметров.

Тем не менее в среднем услуги маркет-мейкера обходятся эмитенту субфедеральных облигаций относительно недорого: фактически они делают дороже стоимость заимствований примерно на 0,1–0,5% годовых (например, при номинальном объеме выпуска облигаций 1 млрд руб. и стоимости услуг маркет-мейкера порядка 1 млн руб. в квартал, удорожание заимствований составит 0,4% годовых). При этом поддержание ликвидности вторичного рынка размещаемых облигаций, даже несмотря на возрастающие затраты, обычно оказывается выгодным для эмитента облигаций: потенциальные инвесторы, принимая решение об участии в размещении облигаций, обязательно учитывают потенциальный уровень ликвидности вторичного рынка, причем

наличие маркет-мейкера воспринимается ими положительно и оказывает влияние как на готовность участвовать в размещении облигаций, так и на величину требуемой доходности по облигационному выпуску. Иными словами, для эмитента, готового поддерживать ликвидность вторичного рынка своих облигаций, стоимость заимствований, как правило, будет несколько ниже – в пределах 0,3–0,9% годовых. В результате снижение стоимости заимствований, как правило, полностью компенсирует затраты эмитента на оплату услуг маркет-мейкера и в конечном счете снижает для него стоимость заимствований на облигационном рынке.

При достаточно высоком уровне распространенности маркет-мейкеров на рынке корпоративных облигаций, на рынке субфедеральных бумаг они практически полностью отсутствуют. В значительной степени это обусловлено спецификой размещений субфедеральных облигаций: как правило, при их размещении основной объем предлагаемого выпуска выкупается несколькими крупными инвесторами, действующими в собственных интересах и рассчитывающими на владение облигациями вплоть до погашения, т.е. при таких размещениях предполагаемая структура держателей облигаций обычно известна заранее (нередко представители эмитента облигаций ведут прямые переговоры с крупными инвесторами, намеревающимися участвовать в первичном размещении). Соответственно, доля мелких и средних инвесторов, для которых ликвидность рынка играет принципиальную роль, при таких размещениях крайне незначительна (обычно они просто не могут конкурировать с крупными инвесторами по величине требуемой доходности) или вообще равна нулю (нередко спрос со стороны крупных инвесторов позволяет эмитентам полностью размещать облигационные выпуски).

Что же касается крупных инвесторов, то для них наличие маркет-мейкера на вторичном рынке не имеет принципиального значения, так как объем их позиций, как правило, кратно превышает объем заявок, выставляемых маркет-мейкером, т.е. на практике наличие маркет-мейкера не позволяет крупному инвестору полностью выйти из имеющейся позиции по субфедеральным облигациям или значительно сократить ее. Это связано с тем, что маркет-мейкеры при заключении договоров на поддержание двухсторонних котировок с эмитентом устанавливают ряд специальных ограничений, в число которых обычно входит так называемое ограничение по объему, подразумевающее, что при определенном объеме сделок, совершенных в течение торгового дня, маркет-мейкер получает право прекратить выставление заявок.

Например, договор может предусматривать, что маркет-мейкер получает такое право при удовлетворении 5 стандартных заявок на покупку или на продажу в течение дня. Следовательно, если объем стандартной заявки составляет 3 000 бумаг (3 000 000 руб. по номинальной стоимости без учета накопленного купонного дохода), ограничение по объему предусматривает совершение 5 сделок, а позиция инвестора составляет, к примеру, 300 000 бумаг, то в худшем случае он сможет полностью закрыть ее только через 20 торговых дней (4 полных торговых недели).

Еще одной особенностью национального рынка субфедеральных облигаций выступает **более длительный период приостановки биржевых торгов при выплате купонов.**

В настоящее время большинство выпусков субфедеральных облигаций, обращающихся на рынке, предполагает приостановку биржевых торгов перед выплатой купона на срок от 5 до 7 торговых дней (или на 7–11 календарных дней), в то время как выпуски корпоративных облигаций, представленные на Московской бирже, предполагают приостановку торгов на меньший срок (в последнее время эмитенты стремятся ограничить срок приостановки торгов тремя рабочими днями). С позиции инвестора приостановка торгов облигациями плоха тем, что в этот период он физически не имеет возможности для совершения каких бы то ни было операций с ними (в частности, эти бумаги нельзя продать или заложить для привлечения финансовых ресурсов), т.е. на период приостановки торгов они временно выпадают из состава инвестиционного портфеля, сформированного инвестором.

При стабильном уровне процентных ставок и умеренной волатильности рынка данная особенность не критична для участников облигационного рынка, однако при резких изменениях, происходящих на нем, она снижает привлекательность таких бумаг для потенциальных инвесторов (особенно в том случае, если срок до погашения таких бумаг в условиях дефицита ликвидности на рынке является очень небольшим – порядка 1–2 месяцев).

Кроме того, эта особенность облигационного рынка приводит к тому, что субфедеральные облигации не пользуются высоким спросом у инвесторов, пытающихся зарабатывать на путем построения облигационных пирамид¹, так как на отечественном рынке РЕПО далеко не все контрагенты в принципе готовы заключать РЕПО-сделки

¹ Суть облигационной пирамиды достаточно проста: инвестор приобретает облигации, затем под их залог привлекает финансирование на рынке РЕПО, а на привлеченные деньги вновь покупает облигации. Подобный алгоритм позволяет значительно повысить доходность при работе на рынке облигаций.

на более или менее длительные сроки (от 2–3 недель) и тем более переносить такие сделки через даты выплаты купона.

Резюмируя все сказанное выше, можно утверждать, что отечественный рынок субфедеральных облигаций отличается следующими особенностями¹: во-первых, дисбалансом участников рынка субфедеральных облигаций (инвесторов, эмитентов, профессиональных посредников); во-вторых, низкой заинтересованностью эмитентов субфедеральных облигаций в повышении ликвидности вторичного рынка; в-третьих, более длительным периодом приостановки биржевых торгов при выплате купонов.

2.4. Методика оценки инвестиционной привлекательности субфедеральных облигаций

Как нам представляется, рассмотрев особенности субфедеральных облигаций как финансовых инструментов, а также проанализировав специфику национального рынка субфедеральных облигаций, целесообразно перейти к оценке инвестиционной привлекательности этих публичных долговых обязательств для различных категорий (групп) инвесторов. Дело в том, что у каждой категории инвесторов есть собственные инвестиционные предпочтения, которые могут достаточно существенно варьировать, т.е. для одной категории инвесторов финансовый инструмент может являться одним из наиболее предпочтительных для включения в состав инвестиционного портфеля, в то время как для другой категории – совершенно не будет представлять инвестиционного интереса. Таким образом, необходимо констатировать, что для каждого финансового инструмента, в том числе и для субфедеральных облигаций, существует одна или несколько целевых² групп инвесторов, для которых он обладает оптимальным соотношением инвестиционных характеристик.

Стоит отметить, что в современной экономической и финансовой литературе в целом данный факт не подвергается сомнению, однако при этом фактически отсутствует как общепринятая градация инвесторов по тем или иным группировочным признакам, так и конкрет-

¹ См.: Щербаков А.А. Особенности российского рынка субфедеральных облигаций // Известия УрГЭУ. 2015. № 2. С. 57–66.

² В данном случае предполагается, что для целевой группы инвесторов финансовый инструмент, в частности, субфедеральные облигации, обладает наибольшей инвестиционной привлекательностью, максимально соответствуя сформировавшимся инвестиционным предпочтениям.

ные количественные критерии, позволяющие однозначно определить границы между выделяемыми группами. В результате это приводит к тому, что в подавляющем большинстве случаев целевые группы инвесторов для различных финансовых инструментов определяются преимущественно экспертным путем.

По нашему мнению, подобный подход является не совсем корректным с методологической точки зрения, так как любая подобная экспертная оценка априори характеризуется высоким уровнем субъективности, особенно если учесть существующие дисбалансы в структуре инвесторов (например, распространенным является выкуп значительной части выпуска субфедеральных облигаций при первичном размещении одним инвестором или группой аффилированных инвесторов, причем в каждом конкретном случае их инвестиционные цели могут кардинальным образом отличаться – от желания включить эти долговые обязательства в собственный инвестиционный портфель и до стремления перепродать приобретенные бумаги на вторичном рынке). Мало того, даже на уровне экспертных оценок процесс определения целевых групп инвесторов в те или иные финансовые инструменты четко не формализован: по сути, эксперты работают не с конкретными, логически целостными группировками, сформированными по определенному качественному или количественному признаку (или их совокупности), а с некими интуитивными ощущениями, которые чрезвычайно сложно (нередко – вообще невозможно) однозначно описать, а тем более выразить количественно. В частности, в литературе по рынку ценных бумаг можно найти тезис о том, что облигации, в том числе и субфедеральные, предпочтительны для консервативных инвесторов, однако что именно подразумевается под «консервативностью» инвесторов и в чем именно она выражается (посредством какого количественного показателя или системы показателей) не конкретизируется.

Принимая во внимание все перечисленное выше, мы считаем целесообразным четкую формализацию процесса определения целевых групп инвесторов для субфедеральных облигаций. По нашему мнению, для этого необходима разработка поэтапной методики оценки инвестиционной привлекательности субфедеральных облигаций, учитывающая такие критерии, как их доходность и ликвидность.

Стоит отметить, что в данном случае мы не считаем необходимым принимать во внимание уровень кредитного качества субфедеральных облигаций по двум причинам:

1) при существующей системе неформальной межбюджетной поддержки, при которой эмитенты субфедеральных облигаций вполне

могут рассчитывать на получение финансовой поддержки из вышестоящего бюджета, в том числе и для исполнения обязательств по обращающимся выпускам облигаций, непосредственная оценка кредитного качества отдельных облигационных выпусков, представленных на отечественном рынке, на наш взгляд, просто нецелесообразна (фактически кредитное качество выпуска субфедеральных облигаций зависит не столько от «кредитных метрик» их эмитента, сколько от состояния всей бюджетной системы в целом, т.е. от элементарного наличия ресурсов для оказания такой поддержки);

2) кредитное качество эмитента субфедеральных облигаций, как мы полагаем, объективно является вторичным по сравнению с их ликвидностью и доходностью (так, при даже при очень высоком кредитном качестве эмитента инвестор не будет приобретать его облигационные выпуски, если они характеризуются очень низким уровнем доходности, или отсутствием ликвидности, или, как минимум, их уровень доходности ниже ожидаемого инвестором – в этом случае у инвестора неизбежно возникнут определенные трудности как при открытии, так и при закрытии позиции по облигациям).

Итак, выделенные критерии (параметры) должны использоваться в рамках первого этапа методики оценки инвестиционной привлекательности субфедеральных облигаций **для сегментирования инвесторов, работающих на данном рынке.**

Важно подчеркнуть, что уровень доходности субфедеральных облигаций отражает присущий им риск: чем ниже уровень их доходности, тем ниже риск инвестирования в эти финансовые инструменты, т.е. уровень доходности позволяет судить о готовности инвесторов принимать на себя инвестиционные риски. Соответственно, чем выше ожидаемая (требуемая) доходность, тем большие риски они готовы принимать на себя.

По этому критерию мы предлагаем выделять 3 группы инвесторов, работающих на российском облигационном рынке:

1) консервативные инвесторы, стремящиеся принимать на себя минимально допустимые риски;

2) умеренные инвесторы, нацеленные на принятие средних по своим масштабам рисков;

3) рискованные инвесторы, готовые брать на себя повышенные риски.

По нашему мнению, критерий ликвидности применительно к субфедеральным облигациям должен рассматриваться с позиции возможности использования различных инвестиционных стратегий: если при высоком уровне ликвидности теоретически возможно при-

менение любых инвестиционных стратегий, то по мере его снижения перечень доступных инвестиционных стратегий кардинальным образом сужается (например, на абсолютно неликвидном рынке нельзя применить ни одну из инвестиционных стратегий). По этой причине по критерию ликвидности мы считаем возможным подразделить инвесторов на:

- 1) реализующих активные инвестиционные стратегии;
- 2) реализующих умеренно активные инвестиционные стратегии;
- 3) реализующих пассивные инвестиционные стратегии.

Вторым этапом методики оценки инвестиционной привлекательности субфедеральных облигаций является **выбор количественных показателей для оценки уровня доходности и ликвидности субфедеральных облигаций, и определение их целевых диапазонов для выделенных групп инвесторов.**

В настоящее время для оценки доходности облигаций, в том числе и субфедеральных, обычно используются следующие показатели:

- 1) текущая доходность;
- 2) доходность к оферте;
- 3) доходность к погашению.

Как нам представляется, любой из этих показателей может быть корректно применен и на рынке субфедеральных облигаций, однако более информативным в разрезе предлагаемой группировки инвесторов выступает *требуемая чистая премия к доходности государственных облигаций* (NP_Y), определяемая по формуле:

$$NP_Y = Y_S - Y_G, \quad (2.4.1)$$

где Y_S – доходность к погашению субфедеральных облигаций; Y_G – доходность к погашению государственных облигаций сопоставимой длительности.

Общая логика данного показателя достаточно проста: на любом облигационном рынке минимальным уровнем доходности и, соответственно, минимальным уровнем риска характеризуются государственные облигации, поэтому размер ожидаемой (требуемой) чистой премии к их доходности очень точно отражает уровень риска, который готовы принимать на себя инвесторы (чем выше требуемая премия, тем выше этот уровень). При этом наиболее репрезентативным показателем для расчета данной премии является доходность к погашению, так как при использовании текущей доходности полученный результат сильно зависит от установленной величины купона (при значительной разнице в размере купонных ставок прямое срав-

нение по уровню текущей доходности является не совсем корректным с методологической точки зрения, так как оно, как минимум, не учитывает величины накопленного купонного дохода на момент расчета данного показателя), а использование доходности к оферте в отношении государственных и субфедеральных облигаций практически невозможно (по обращающимся в настоящее время облигационным выпускам оферты фактически отсутствуют).

Мы считаем, что для выделенных групп инвесторов, работающих на рынке субфедеральных облигаций, целесообразно использовать следующие целевые диапазоны по требуемой чистой премии к доходности государственных облигаций (табл. 2.4.1).

Таблица 2.4.1

Целевые значения требуемой чистой премии к доходности государственных облигаций для различных категорий инвесторов

Категория инвесторов по уровню доходности (риска)	Целевой диапазон NP_Y
Консервативные	до $NP_Y + 1\%$
Умеренные	от $NP_Y + 1\%$ до $NP_Y + 3\%$
Рискованные	свыше $NP_Y + 3\%$

Выбор интервалов количественных значений требуемой чистой премии к доходности государственных облигаций для каждой группы инвесторов, работающих на облигационном рынке, обусловлен общей логикой построения данной группировки: консервативные инвесторы, принципиально не готовые принимать на себя сколь угодно существенные риски, требуют наименьшую премию к доходности государственных облигаций – в пределах 1% (по большому счету, выход на рынок субфедеральных облигаций позволяет им добиться повышения уровня диверсификации своих портфелей); для умеренных инвесторов премия к доходности государственных облигаций должна быть более значительной (от 1% до 3%): их не удовлетворяет доходность, близкая к доходности государственных облигаций, но при этом они предпочитают инвестировать в долговые обязательства, характеризующиеся достаточно низким риском дефолта эмитента; для рискованных инвесторов величина этой премии является максимальной (более 3%), потому что для них вложения в высоко надежные облигации не обладают инвестиционной привлекательностью (например, в силу достаточно высокой стоимости финансовых ресурсов, которыми они располагают).

Для оценки уровня ликвидности субфедеральных облигаций, представленных на российском рынке, мы предлагаем применять такой показатель как коэффициент потенциальных потерь (K_{PL}), определяемый по формуле:

$$K_{PL} = \frac{D_M}{Y_S} \times 100\%, \quad (2.4.2)$$

где D_M – рыночный спред, рассчитываемый по формуле:

$$D_M = \frac{P_B - P_O}{(P_B + P_O) \times 0,5} \times 100\%, \quad (2.4.3)$$

где P_B – лучшая заявка на продажу субфедеральных облигаций; P_O – лучшая заявка на покупку субфедеральных облигаций.

Таким образом, разработанный коэффициент потенциальных потерь представляет собой сложившееся на конкретный момент времени соотношение рыночного спреда и доходности к погашению субфедеральных облигаций. Следовательно, он может быть содержательно интерпретирован как величина возможных потерь инвестора, возникающих из-за низкого уровня ликвидности облигаций: чем выше уровень ликвидности, тем ниже размер рыночного спреда, а значит, коэффициента потенциальных потерь (иными словами, это те потенциальные потери, которые инвестор может понести, если у него возникнет потребность оперативно выйти из открытой позиции по сложившимся ценам)¹.

Принципиально важно обратить внимание на тот факт, что коэффициент потенциальных потерь может быть рассчитан только в том случае, если на рынке присутствуют как продавцы, так и покупатели ценных бумаг, т.е. он предполагает наличие, как минимум, одной заявки на продажу облигаций и одной заявки на их покупку. При отсутствии двухстороннего рыночного интереса к совершению сделок с конкретным облигационным выпуском расчет данного показателя является невозможным: при систематическом возникновении подобной ситуации можно сделать обоснованный вывод о крайне низком уровне его ликвидности и непривлекательности для большинства инвесторов, совершающих операции на облигационном рынке (в действительности возможно возникновение ситуации, когда инвестор вообще не может на разумных условиях приобрести или продать такие облигации на протяжении продолжительного периода времени).

¹ При условии, что рыночные цены преимущественно оставались неизменными, а сама позиция была открыта по лучшей цене предложения.

Как мы полагаем, оптимальным моментом для вычисления коэффициента потенциальных потерь является завершение торговой сессии, так как к этому моменту все участники торгов, заинтересованные в совершении операций на облигационном рынке, уже выставили свои заявки (одна часть этих заявок была удовлетворена в ходе торговой сессии, а другая – осталась в торговой системе (в биржевом «стакане») или была снята).

На основании коэффициента потенциальных потерь мы предлагаем применять следующую систему целевых интервалов (табл. 2.4.2).

Таблица 2.4.2

**Целевые значения коэффициента потенциальных потерь
для различных категорий инвесторов**

Категория инвесторов по активности инвестиционных стратегий	Целевой диапазон K_{PL}
Инвесторы, реализующие активные инвестиционные стратегии	до 4%
Инвесторы, реализующие умеренно активные инвестиционные стратегии	от 4% до 8%
Инвесторы, реализующие пассивные инвестиционные стратегии	свыше 8%

В данном случае при определении граничных значений используемого показателя мы исходили из того, что в зависимости от уровня торговой активности, предполагаемого инвестиционной стратегией: инвестор будет «соглашаться» на разную величину потенциальных потерь.

Так, при использовании активных стратегий он будет готов максимально «принять» потери, величина которых не превышает дохода, который мог бы быть им получен при владении облигациями в течение двух недель; для умеренно активных инвестиционных стратегий целевой диапазон растягивается на срок от двух недель до одного месяца; а для пассивных стратегий, особенно ориентированных на владение облигациями вплоть до погашения, он будет превышать один месяц. Иными словами, в зависимости от предполагаемого уровня торговой активности будет варьировать и величина потерь, которые инвестор будет считать «разумными» в случае быстрого закрытия позиции по облигациям.

Нужно акцентировать внимание на том, что на современном этапе своего развития отечественный облигационный рынок в целом характеризуется невысоким уровнем ликвидности, поэтому на практике даже наиболее активные инвестиционные стратегии подразумевают небольшое количество сделок (по крайней мере, оно суще-

ственно ниже, чем на рынке акций или рынке производных финансовых инструментов).

На третьем этапе предлагаемой методики оценки инвестиционной привлекательности субфедеральных облигаций определяется предпочтительный горизонт инвестирования и **осуществляется расчет фактической требуемой чистой премии к доходности государственных облигаций и коэффициента потенциальных потерь для всех субфедеральных облигаций, находящихся в пределах этого горизонта.**

На этом этапе под предпочтительным горизонтом инвестирования понимается период, на который инвестор хотел бы вложить свои средства в облигации, при этом в каждом конкретном случае его величина может очень сильно колебаться. Так, один инвестор может находиться в достаточно жестких временных границах и иметь очень «узкий» инвестиционный горизонт (например, инвестировать на срок от 8 до 9 месяцев), а у второго инвестиционный горизонт может быть значительно шире (например, от 2 до 3 лет). На практике от ширины инвестиционного горизонта напрямую зависит количество выпусков субфедеральных облигаций, находящихся в его пределах¹: чем шире инвестиционный горизонт, тем больше у инвестора вариантов вложений в субфедеральные облигации.

Расчет фактических значений количественных показателей мы предлагаем осуществлять на конкретный момент времени, ориентируясь либо на рыночные котировки, имеющиеся на Московской бирже (для облигаций, обращающихся на биржевом рынке), либо на индикативные котировки внебиржевых торговых систем или, при их отсутствии, на «твердые» котировки, предлагаемые и публично объявляемые по облигациям (в частности, на официальных сайтах) участниками этого рынка.

При вычислении требуемой чистой премии к доходности государственных облигаций при наличии нескольких выпусков, относящихся к предпочтительному горизонту инвестирования, мы считаем наиболее обоснованным выбирать в качестве эталонного тот выпуск государственных облигаций, срок погашения которого наиболее близок к концу этого горизонта.

Наконец, заключительный этап данной методики **предполагает сопоставление целевых и расчетных значений показателей и выделение целевых групп инвесторов в субфедеральные облигации.**

¹В рамках рассматриваемой методики будем считать, что облигационный выпуск относится к предпочтительному инвестиционному горизонту, если в это период осуществляется его погашение.

На этом этапе фактические значения выбранных целевых показателей включаются в один из целевых интервалов, и в результате определяется та категория (или категории) участников облигационного рынка, для которой субфедеральные облигации являются наиболее интересным инструментом для инвестирования. Стоит отметить, что на практике чрезвычайно маловероятна ситуация, в которой абсолютно все выпуски субфедеральных облигаций, относящиеся к выбранному горизонту инвестирования, попадут в какую-то одну целевую группу, поэтому данная методика позволяет выявить ту категорию инвесторов, для которой субфедеральные облигации *в среднем* наиболее предпочтительны.

На наш взгляд, апробацию данной методики целесообразно осуществлять на примере сверхкраткосрочных облигаций, так как на отечественном облигационном рынке такие облигации пользуются достаточно высоким спросом со стороны инвесторов (в частности, в силу того, что для них минимален риск реинвестирования купонов, а их рыночные котировки обладают устойчивостью к колебаниям среднего уровня процентных ставок). Нам представляется, что при подобном подходе предпочтительным временным горизонтом инвестирования будет являться период до полугода, т.е. при осуществлении расчетов по состоянию на 30 июня 2014 г. в пределах предпочтительного временного горизонта инвестирования будут находиться облигации, погашающиеся в период с 1 июля по 31 декабря 2014 г. Соответственно, для этого горизонта инвестирования в качестве эталонного выпуска государственных облигаций следует выбрать выпуск ОФЗ 26202 (дата погашения – 17 декабря 2014 г.; номинальный объем выпуска – 40,0 млрд руб.), доходность которого на момент проведения расчетов составляла 7,54% годовых (результаты расчета требуемой чистой премии к доходности государственных облигаций для всех выпусков субфедеральных облигаций, находящихся в пределах выбранного горизонта инвестирования, приведены в табл. 2.4.3).

Полученные значения требуемой чистой премии к доходности государственных облигаций однозначно свидетельствуют о том, что все рассматриваемые выпуски субфедеральных облигаций будут предпочтительны только для консервативных инвесторов, так как фактические значения данного показателя не превышают 1%, т.е. доходность субфедеральных облигаций сопоставима с доходностью государственных облигаций (в частности, об этом свидетельствует отрицательное значение данного показателя по 4 из 9 анализируемых облигационных выпусков).

Вычисление коэффициента потенциальных потерь для отобранной совокупности выпусков субфедеральных облигаций представлено в табл. 2.4.4.

Таблица 2.4.3

Расчет требуемой чистой премии к доходности государственных облигаций (ОФЗ 26202) для субфедеральных облигаций, погашающихся с 1 июля по 31 декабря 2014 г.

Краткое наименование выпуска	Дата погашения	Доходность к погашению, %	NP_Y
Москва-27039-об	21.07.2014	5,23	-2,31
СПетербург-26006-об	06.08.2014	6,58	-0,96
Томская Обл-25042-об	31.08.2014	7,99	0,45
Москва-32055-об	15.09.2014	6,14	-1,40
КраснодарКрай-34003-об	27.09.2014	7,26	-0,28
Коми Респ-34009-об	18.10.2014	8,49	0,95
РязанОбл-34001-об	27.11.2014	7,85	0,31
Томская Обл-25043-об	29.11.2014	8,22	0,68
ЛенинградскаяОбл-26002-об	05.12.2014	8,53	0,99

Таблица 2.4.4

Расчет коэффициента потенциальных потерь для субфедеральных облигаций, погашающихся с 1 июля по 31 декабря 2014 г.

Краткое наименование выпуска	Рыночный спред, %	Доходность к погашению, %	K_{PL} , %
Москва-27039-об	0,76	5,23	14,53
СПетербург-26006-об	0,79	6,58	12,01
Томская Обл-25042-об	0,81	7,99	10,14
Москва-32055-об	0,74	6,14	12,05
КраснодарКрай-34003-об	0,65	7,26	8,95
Коми Респ-34009-об	0,69	8,49	8,13
РязанОбл-34001-об	0,77	7,85	9,81
Томская Обл-25043-об	0,88	8,22	10,71
ЛенинградскаяОбл-26002-об	0,99	8,53	11,61

Как свидетельствуют данные, представленные в табл. 2.4.4, все исследуемые выпуски субфедеральных облигаций являются наиболее предпочтительными для инвесторов, реализующих пассивные инвестиционные стратегии.

Подводя итог всему сказанному можно констатировать, что разработанная методика оценки инвестиционной привлекательности субфедеральных облигаций включает следующие этапы:

1) сегментирование инвесторов, работающих на облигационном рынке, по требуемой доходности и ликвидности;

2) выбор количественных показателей для оценки уровня доходности и ликвидности субфедеральных облигаций и определение их целевых диапазонов для выделенных категорий инвесторов;

3) расчет фактических значений требуемой чистой премии к доходности государственных облигаций и коэффициента потенциальных потерь (на конкретный момент времени);

4) сопоставление целевых и расчетных значений показателей и выделение целевых групп инвесторов в субфедеральные облигации.

Применение разработанной методики на российском рынке субфедеральных облигаций (применительно к облигациям с погашением с 1 июля по 31 декабря 2014 г.) позволило сделать вывод об ограниченной инвестиционной привлекательности этих финансовых инструментов для инвесторов: в среднем по уровню доходности они привлекательны только для консервативных инвесторов, а по активности торговых стратегий – только для инвесторов, реализующих пассивные инвестиционные стратегии.

Глава 3. Совершенствование механизмов активизации рынка субфедеральных облигаций

3.1. Факторы, влияющие на развитие российского рынка субфедеральных облигаций

Развитие российского облигационного рынка является одним из приоритетных направлений Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденной распоряжением Правительства Российской Федерации № 2043-р от 29 декабря 2008 г., причем в данном документе прогнозируется стремительный рост этого рынка в среднесрочной перспективе (в частности, если на 1 января 2008 г. стоимость корпоративных облигаций в обращении составляла 1,2 трлн руб., то, как предполагается, что к 2020 г. она должна увеличиться до 19,0 трлн руб. (или 15,83 раза))¹.

В Стратегии развития финансового рынка не дается аналогичных прогнозов по другим сегментам российского облигационного рынка, однако в целом в документе подразумевается их позитивная динамика в количественном выражении, в том числе за счет снижения административных барьеров и упрощения процедуры государственной регистрации выпусков ценных бумаг. В целом прогнозируемый количественный рост облигационного рынка выглядит вполне обоснованным, так как в настоящий момент в нашей стране существует значительный спрос на долгосрочные финансовые ресурсы со стороны различных хозяйствующих субъектов.

К сожалению, развитие отдельных сегментов российского облигационного рынка происходит весьма неоднородно, причем в силу объективных причин сегмент субфедеральных облигаций значительно

¹ URL: http://img.rg.ru/pril/30/16/93/688_3.gif (дата обращения: 11.12.2014).

отстает от национального рынка в целом, причем существует достаточно высокая вероятность консервации сложившейся ситуации. Дело в том, что сейчас при выходе на рынок публичного долга эмитент субфедеральных или муниципальных облигаций сталкивается с определенными сложностями и проблемами, значительно увеличивающими для него риски, связанные с размещением облигаций, а именно:

1) «риск несбалансированности спроса и предложения», который «заключается в возможности возникновения дисбаланса между спросом и предложением при размещении облигационного выпуска»;

2) «риск несоответствия ожидаемой и фактической доходности по облигациям», который «состоит в неоднородности ожиданий относительно доходности размещаемого облигационного выпуска для всех участников рынка, так как эмитент и посредник заинтересованы в минимизации стоимости привлекаемого капитала, а инвестор – в максимизации доходности»¹.

Иными словами, развитие этого сегмента отечественного облигационного рынка сдерживается за счет того, что эмитенты облигаций, не будучи уверены в своей способности разместить облигации среди инвесторов в полном объеме и с ожидаемым (требуемым эмитентом) уровнем доходности, предпочитают использовать другие варианты привлечения финансирования (в частности, банковские и, при наличии такой возможности, бюджетные кредиты). Соответственно, возникает ситуация «вымывания рынка», когда новые облигационные выпуски размещает лишь очень ограниченное количество эмитентов и только в том случае, если облигационное финансирование является более привлекательным с точки зрения стоимости привлекаемых ресурсов, а выход на рынок дебютных облигационных выпусков эмитентов из данного сегмента в определенной степени затруден.

В значительной степени сложность выхода на рынок субфедеральных облигаций новых эмитентов связан с тем, что при размещении дебютных выпусков инвесторы, как правило, требуют дополнительную премию по доходности (нередко она называется «дебютной премией» или «премией за отсутствие публичной кредитной истории»). В подавляющем большинстве случаев величина этой премии колеблется в диапазоне от 0,25% до 0,75% по отношению к доходности уже обращающихся на рынке субфедеральных облигаций сопоставимого кредитного качества, однако в отдельных случаях она может достигать и больших величин (от 1,00% и более), особенно если размер дебютного облигационного выпуска невелик.

¹ Якунина А.В., Семернина Ю.В. Риски облигационного финансирования // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2012. № 36. С. 2–13.

В принципе, подобный размер «дебютной премии» представляется вполне оправданным, однако в условиях стабильных процентных ставок эта премия приводит к весьма интересному эффекту: стоимость привлечения облигационного финансирования при первом выходе эмитента субфедеральных облигаций на публичный долговой рынок, как минимум, становится сопоставимой со стоимостью альтернативных источников финансирования или даже незначительно превышает ее. Именно по этой причине эмитенты субфедеральных облигаций зачастую отказываются от размещения дебютного выпуска, не учитывая, что размещение второго и последующих выпусков (при условии своевременного и полного исполнения обязательств по дебютному выпуску) будет проходить уже без дебютной премии.

Нам представляется, что факторы, влияющие на развитие российского рынка субфедеральных облигаций, являются общими для всех эмитентов (или потенциальных эмитентов) субфедеральных облигаций, особенно тех, которые имеют систематический бюджетный дефицит, поэтому мы считаем целесообразным рассматривать их на примере Саратовской области (в частности, на протяжении последних четырех лет о возможности размещения регионом облигаций неоднократно высказывались представители региональных властей, а в 2013 г., по данным журнала «Общественное мнение», предполагалось «эмитировать облигации региона на 3,0 млрд руб.»¹).

На текущий момент интерес к привлечению средств, в том числе и на облигационном рынке, со стороны региона по-прежнему остается весьма высоким, так как, по данным газеты «Ведомости», Саратовская область по состоянию на 1 апреля 2014 г. занимала пятое место в России по соотношению долга к собственным доходам – значение этого показателя составляло 92% (более высоким уровнем долговой нагрузки характеризовались Республика Мордовия – 150%, Чукотская область – 109%, Белгородская область – 98% и Республика Северная Осетия – Алания – 95%)².

Стоит обратить внимание на тот факт, что Саратовская область в течение длительного периода времени является дотационным регионом: по информации газеты «Коммерсантъ», «в последние одиннадцать лет бюджет Саратовской области принимается с дефицитом»³, причем в 2014 г. ситуация не изменилась: первоначальный прогнози-

¹ URL: <http://old.om-saratov.ru/article/detail.php?ID=24774&print=Y> (дата обращения: 13.12.2014).

² См.: URL: <http://www.vedomosti.ru/politics/news/26448791/spasenie-ot-ukazov> (дата обращения: 14.12.2014).

³ URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2441398> (дата обращения: 15.12.2014).

руемый дефицит регионального бюджета составлял около 7,3 млрд руб., однако по уточненным данным на 1 октября 2014 г. он оказался несколько больше первоначальных оценок¹.

Мало того, в следующие три года бюджет региона остался дефицитным: в частности, прогнозировалось, что в 2015 г. он составит 4,6 млрд руб., в 2016 г. – 3,2 млрд руб., в 2017 г. – 2,4 млрд руб., т.е. для Саратовской области характерен хронический дефицит бюджета.

Таким образом, вполне логично предположить, что в ближайшие несколько лет, для региона будут вполне актуальны вопросы, связанные с покрытием бюджетного дефицита, особенно если учесть необходимость рефинансирования имеющегося долга, величина которого на 1 июля 2014 г. составляла 44,322 млрд руб. (весь долг региона является внутренним долгом), причем долг муниципальных образований, входящих в состав региона составлял 7,368 млрд руб. Если рассматривать величину долга в абсолютном выражении, то в Приволжском федеральном округе большой размер внутреннего долга имеют только Республика Татарстан (85,586 млрд руб.) и Нижегородская область (54,020 млрд руб.) (табл. 3.1.1).

Таблица 3.1.1

Распределение регионов Приволжского федерального округа по величине внутреннего долга по состоянию на 1 июля 2014 г.

Регион	Внутренний долг, тыс. руб.
Республика Татарстан	85 586 364,07
Нижегородская область	54 020 261,20
Саратовская область	44 322 404,35
Самарская область	37 089 275,15
Удмуртская Республика	30 635 091,08
Республика Мордовия	29 096 145,35
Оренбургская область	25 872 059,11
Кировская область	18 577 923,43
Пензенская область	18 235 397,56
Республика Башкортостан	16 910 143,84
Ульяновская область	14 241 151,00
Республика Марий Эл	11 154 739,80
Чувашская Республика	7 904 567,32
Пермский край	2 541 816,93
Итого	396 187 340,19

Источник: Составлено авторами на основе данных: URL: http://minfin.ru/ru/public_debt/subdbt/index.php (дата обращения: 17.12.2014).

¹См.: URL: http://www.saratov.gov.ru/budget/Doc_Zak/ (дата обращения: 16.12.2014).

Необходимость обслуживания имеющихся обязательств перед кредиторами и финансирования ожидаемого дефицита бюджета Саратовской области будет способствовать тому, что региональные финансовые власти будут рассматривать любую привлекательную альтернативу существующим источникам финансирования.

В настоящее время более 50% регионального долга приходится на кредиты коммерческих банков, средняя стоимость которых составляет порядка 8,25% годовых, причем при складывающейся ситуации на денежном рынке стоимость обслуживания уже имеющегося долга, по нашему мнению, является очень низкой. Дело в том, что с начала 2014 г. Банк России уже неоднократно повышал ключевую процентную ставку, определяющую стоимость привлечения финансовых ресурсов: если на начало 2014 г. она составляла 5,5% годовых, то по состоянию на 17 декабря 2014 г. – уже 17,0% годовых, т.е. за неполный год ставка выросла в 3,09 раза (табл. 3.1.2).

Таблица 3.1.2

**Динамика ключевой процентной ставки Банка России
с 1 января по 17 декабря 2014 г. включительно¹**

Дата	Ключевая процентная ставка, % годовых
С 1 января 2014 г.	5,5
С 3 марта 2014 г.	7,0
С 28 апреля 2014 г.	7,5
С 28 июля 2014 г.	8,0
С 5 ноября 2014 г.	9,5
С 12 декабря 2014 г.	10,5
С 16 декабря 2014 г.	17,0

Даже если предположить, что в обозримой перспективе уровень процентных ставок снизится (де-факто последнее повышение ставок – сразу на 6,5% годовых – было направлено на стабилизацию ситуации на валютном рынке за счет «сжатия» рублевой ликвидности), можно констатировать, что региональные финансовые власти будут вынуждены, пусть и в весьма ограниченных масштабах, привлекать финансовые ресурсы для финансирования дефицита бюджета, в том числе рассматривая и эмиссию субфедеральных облигаций.

Мы считаем, что резкий рост процентных ставок, имевший место в том числе 2014 г., не способствует развитию национального рынка

¹ См.: URL: http://www.cbr.ru/DKP/print.aspx?file=standart_system/rates_table_14.htm&pid=dcp&sid=ITM_49976 (дата обращения: 18.12.2014).

субфедеральных облигаций. «Замораживание» рынка субфедеральных облигаций будет выражаться в том, что в течение определенного периода времени эмитенты вообще перестанут размещать новые облигационные выпуски (текущая стоимость новых заимствований, превышающая 17,0% годовых, чрезвычайно высока для них, поэтому «в моменте» они будут стремиться использовать более дешевые источники финансирования и прежде всего бюджетные кредиты), но при этом они будут качественно обслуживать ранее размещенные выпуски облигаций, т.е. в ближайшие 1–2 года объем отечественного рынка субфедеральных облигаций, скорее всего, сократится.

Тем не менее в среднесрочной и долгосрочной перспективе резкие колебания процентных ставок придадут серьезный импульс для развития российского рынка субфедеральных облигаций.

Как мы уже отмечали ранее, одним из важнейших методологических принципов при выпуске субфедеральных облигаций является определенность стоимости заимствований (проще говоря, эмитент заранее знает, какую сумму ему необходимо потратить на обслуживание размещенного облигационного выпуска как в целом за весь период его обращения, так и в рамках каждого купонного периода). Соответственно, при использовании облигационного финансирования даже при резком изменении среднего уровня процентных ставок стоимость заимствований останется для эмитента прежней (при этом доходность облигаций к погашению будет изменяться за счет изменения их рыночной цены: при росте процентных ставок она будет снижаться, а при их падении, напротив, – расти).

Крайне важно заметить, что для других вариантов привлечения финансирования определенность стоимости заимствований характерна в значительно меньшей степени. Так, строго формально и бюджетные, и банковские кредиты выдаются под фиксированную ставку, однако, как свидетельствует практика, они остаются неизменными в условиях относительно постоянного уровня процентных ставок, но при резком росте ставок ставка по ним может быть пересмотрена в сторону повышения, причем это может произойти как по бюджетным кредитам (например, по инициативе федеральных финансовых властей), так и по банковским кредитам (по инициативе кредиторов, особенно в том случае, если кредитный договор предусматривает возможность повышение процентной ставки). При использовании облигационного финансирования субъектами Российской Федерации колебания процентных ставок при условии определенности величины купонов на весь период обращения облигаций вообще не будут оказывать влияния на стоимость привлечения

финансовых ресурсов. Кроме того, следует учитывать, что эмиссия облигаций позволяет диверсифицировать источники привлечения финансовых ресурсов.

Нужно отметить, что если Саратовская область все же выступит в качестве эмитента облигаций, то согласно практике посткризисного периода она, скорее всего, будет размещать свои долговые обязательства на биржевом рынке (а точнее – на Московской бирже, которая является «крупнейшим в России и Восточной Европе биржевым холдингом, образованным 19 декабря 2011 года в результате слияния биржевых групп ММВБ (основана в 1992) и РТС (основана в 1995)» и «входит в двадцатку ведущих мировых площадок по объему торгов ценными бумагами, суммарной капитализации торгуемых акций и в десятку крупнейших бирж производных финансовых инструментов»¹).

Как свидетельствует российская практика, потенциальной готовности региона к размещению долговых обязательств на публичном рынке самой по себе недостаточно для успешного привлечения облигационного финансирования. Если раньше (10–15 лет назад) нежелание субфедеральных эмитентов выходить на рынок облигаций нередко было обусловлено определенной экзотичностью данного способа финансирования, то сейчас его эффективность определяется воздействием целого ряда факторов, связанных с наличием значительных противоречий между интересами эмитентов и инвесторов.

Итак, первым фактором, влияющим на развитие российского рынка субфедеральных облигаций, являются **различные инвестиционные предпочтения эмитентов и инвесторов относительно срока до погашения размещаемых облигаций**. Дело в том, что эмитенты субфедеральных облигаций традиционно стремились привлекать облигационное финансирование преимущественно на финансирование своих расходов инвестиционного характера (в 2013–2014 гг. ситуация несколько изменилась, так как некоторые регионы были вынуждены привлекать дополнительные средства для финансирования инаугурационных указов Президента Российской Федерации, т.е. облигационное финансирование стало применяться некоторыми субъектами Российской Федерации и для финансирования текущих расходов).

Как правило, экономический эффект от таких расходов (например, в случае выделения бюджетных средств на финансирование инвестиционных проектов) проявляется в долгосрочной перспективе, поэтому эмитенты субфедеральных облигаций при размещении облигационных выпусков заинтересованы в привлечении финансовых ресурсов на длительный период времени.

¹ URL: <http://moex.com/s10> (дата обращения: 18.12.2014).

Так, если проанализировать субфедеральные облигации эмитентов Приволжского федерального округа¹, представленные на Московской бирже, то можно констатировать, что все они характеризуются достаточно длительным сроком обращения: по 21 выпуску субфедеральных облигаций он составляет 1 928,3 дня (5,28 года)², при этом на текущий момент минимальный срок обращения – 1 095 дней (3,00 года) – имеют облигации Республики Марий Эл (Марий Эл-34006-об), а максимальный – 2 557 дней (7,01 года) – облигации Нижегородской области (НижегородОбл-34009-об) (в табл. 3.1.3 приведена информация о сроках обращения субфедеральных облигаций эмитентов из Приволжского федерального округа)³.

Стоит отметить, что в 2013 г. при обсуждении вопроса о размещении облигаций Саратовской областью при выборе возможного срока до погашения долговых бумаг рассматривался временной интервал от 3 до 8 лет.

С другой стороны, для большинства инвесторов, работающих на облигационном рынке, размещение средств на столь длительный период времени (при рассмотрении стратегии владения облигациями вплоть до погашения) не всегда представляет интерес. Чаще всего временной горизонт их инвестирования меньше срока обращения субфедеральных облигаций (например, на российском облигационном рынке крайне мало инвесторов, которые формируют свой портфель на срок более 3–5 лет), поэтому, стремясь добиться соответствия собственного инвестиционного горизонта со сроком обращения облигаций, они предпочитают либо приобретать субфедеральные облигации на вторичном рынке (в этом случае их срок до погашения будет меньше первоначального срока обращения), либо вообще отказаться от инвестирования в эти бумаги (в качестве альтернативы могут быть рассмотрены корпоративные облигации с сопоставимой доходностью после налогообложения).

Следует обратить особое внимание, что сейчас готовность инвесторов вкладывать средства в довольно «длинные» субфедеральные облигации очень низка. По сути, сейчас инвесторы готовы работать с этими финансовыми инструментами только на вторичном рынке,

¹ Как правило, инвесторы, работающие на отечественном рынке субфедеральных облигаций, рассматривают в качестве ближайших аналогов друг другу субъекты Российской Федерации, входящие в состав одного федерального округа. Соответственно, при намерении региона разместить выпуск дебютных облигаций, его предполагаемые параметры будут сопоставляться инвесторами с параметрами облигационных выпусков ближайших аналогов, которые уже обращаются на рынке.

² Из расчета 365 дней в году.

³ URL: <http://www.quik.ru/> (дата обращения: 19.12.2014).

отдавая предпочтение самым «коротким» выпускам, до погашения которых осталось менее одного года. В значительной степени возникший дисбаланс инвестиционных ожиданий эмитентов и инвесторов обусловлен эффектом скачкообразного роста процентных ставок: инвесторы, к примеру, коммерческие банки, просто не могут оценить, насколько текущая доходность субфедеральных облигаций (при покупке их на вторичном биржевом рынке) в перспективе будет соотноситься со средней стоимостью их фондирования, т.е. они опасаются, что в определенный момент времени она может превысить доходность субфедеральных облигаций.

Таблица 3.1.3

Сроки обращения облигаций регионов Приволжского федерального округа, торговавшихся на Московской бирже, по состоянию на 30 июня 2014 г.

Регион	Выпуск	Срок обращения, дней
Республика Башкортостан	БашкортостанРесп-34007-об	1 456
	БашкортостанРесп-34008-об	2 548
Республика Марий Эл	Марий Эл-34006-об	1 095
	Марий Эл-34007-об	1 501
Республика Мордовия	Мордовия Респ-34001-об	1 820
Республика Удмуртия	Удмуртская Респ-34004-об	1 826
	Удмуртская Респ-34005-об	1 820
	Удмуртская Респ-34006-об	1 820
	Удмуртская Респ-35001-об	2 548
Республика Чувашия	Чувашия Респ-34009-об	1 096
	Чувашия Респ-34010-об	1 826
Нижегородская область	НижегородОбл-34006-об	1 826
	НижегородОбл-34007-об	1 826
	НижегородОбл-34008-об	1 826
	НижегородОбл-34009-об	2 557
Оренбургская область	ОренбургОбласть-34001-об	1 820
	ОренбургОбласть-35001-об	2 184
	ОренбургОбласть-2-35002-об	2 548
Самарская область	Самарская Обл-35007-об	2 002
	Самарская Обл-35008-об	2 002
	Самарская Обл-35009-об	2 548
Средний срок обращения облигаций		1 928,3

Источник: Составлено авторами на основе данных: URL: <http://moex.com> (дата обращения: 18.12.2014).

Второй фактор, оказывающий влияние на развитие отечественного рынка субфедеральных облигаций, – это **крайне низкая ликвидность их вторичного рынка.**

Ранее уже упоминалось, что до некоторой степени низкая ликвидность рынка субфедеральных облигаций объясняется спецификой этих финансовых инструментов (облигации априори намного менее ликвидны, чем, к примеру, акции), структурой инвесторов и низкой заинтересованностью эмитентов облигации в повышении ликвидности этого рынка. Однако помимо всего этого большинство выпусков субфедеральных облигаций характеризуется относительно небольшим объемом, а между объемом выпуска и уровнем ликвидности облигаций на вторичном рынке существует достаточно тесная взаимосвязь: чем больше объем выпуска, тем более ликвидным он, как правило, является.

При рассмотрении вопроса ликвидности рынка субфедеральных облигаций необходимо учитывать, что для нее важен не столько первоначальный номинальный объем облигационных выпусков (номинальный объем выпуска в момент размещения), сколько фактический номинальный объем выпуска на конкретную дату. Дело в том, что на российском рынке субфедеральных облигаций широкое распространение получили амортизируемые облигации, предполагающие распределенное погашение номинальной стоимости бумаг.

Если ориентироваться на первоначальный номинальный объем облигационных выпусков (без учета амортизации их номинальной стоимости) эмитентов Приволжского федерального округа, то в среднем номинальный объем одного выпуска субфедеральных облигаций по состоянию на 30 июня 2014 г. составлял 5,12 млрд руб., при этом разброс номинальных объемов выпусков был достаточно велик. Так, минимальный объем выпуска облигаций составлял 1,50 млрд руб. (например, облигационные выпуски такого объема были выпущены Республикой Марий Эл (Марий Эл-34006-об) и Республикой Чувашия (Чувашия Респ-34009-об и Чувашия Респ-34010-об)), а максимальный объем выпуска – 15,00 млрд руб. – это выпуск облигаций Самарской области (Самарская Обл-35008-об).

Если же использовать при расчетах номинальную стоимость с учетом амортизации, то средний объем выпуска субфедеральных облигаций эмитентов Приволжского федерального округа составит 4,11 млрд руб., при этом минимальный объем выпуска снизится до 1,00 млрд руб. – выпуск облигаций Республики Чувашия (Чувашия Респ-34009-об), а максимальный объем – 10,00 млрд руб. – будут иметь облигации Нижегородской области (НижегородОбл-34009-об) (табл. 3.1.4).

Таблица 3.1.4

**Номинальная стоимость облигаций регионов Приволжского
федерального округа, торгующихся на Московской бирже,
по состоянию на 30 июня 2014 г.**

Регион	Выпуск	Номинальная стоимость облигаций, млрд руб.	
		без учета амортизации	с учетом амортизации
Республика Башкортостан	БашкортостанРесп-34007-об	3,00	2,10
	БашкортостанРесп-34008-об	5,00	5,00
Республика Марий Эл	Марий Эл-34006-об	1,50	1,20
	Марий Эл-34007-об	2,00	2,00
Республика Мордовия	Мордовия Респ-34001-об	3,00	3,00
Республика Удмуртия	Удмуртская Респ-34004-об	2,00	1,50
	Удмуртская Респ-34005-об	2,00	1,80
	Удмуртская Респ-34006-об	2,50	2,50
	Удмуртская Респ-35001-об	2,00	2,00
Республика Чувашия	Чувашия Респ-34009-об	1,50	1,00
	Чувашия Респ-34010-об	1,50	1,50
Нижегородская область	НижегородОбл-34006-об	5,00	3,50
	НижегородОбл-34007-об	8,00	6,00
	НижегородОбл-34008-об	8,00	8,00
	НижегородОбл-34009-об	10,00	10,00
Оренбургская область	ОренбургОбласть-34001-об	4,00	4,00
	ОренбургОбласть-35001-об	5,00	5,00
	ОренбурОбласть-2-35002-об	6,00	6,00
Самарская область	Самарская Обл-35007-об	12,20	7,32
	Самарская Обл-35008-об	15,00	4,50
	Самарская Обл-35009-об	8,30	8,30
Средний номинальный объем выпуска облигаций		5,12	4,11

Источник: Составлено автором на основе данных: URL: <http://www.quik.ru> (дата обращения: 19.12.2014).

На первый взгляд, вне зависимости от используемой методики расчета средний номинальный объем одного выпуска субфедеральных облигаций является достаточно значительной величиной, однако в действительности размещение подавляющего большинства подобных долговых обязательств предполагает наличие так называемых якорных инвесторов (чаще всего в таком качестве выступают крупные банки, характеризующиеся относительной низкой стоимостью фондирования).

Как правило, количество таких инвесторов не велико – от 1 до 3 (реже – до 4–5), однако каждый из них приобретает значительный объем выпуска (не менее 5–10% от его общего объема) при первичном размещении облигаций и, что очень важно с точки зрения ликвидности вторичного рынка, владеет этими облигациями вплоть до их погашения, т.е. фактически определенная (иногда – весьма значительная) часть такого облигационного выпуска вообще не попадает во вторичное обращение на рынке. Интересно, что, по оценкам специалистов инвестиционной компании ООО «Доходный дом инвестора», в некоторых выпусках субфедеральных облигаций доля якорных инвесторов может превышать 60–70%¹.

Кроме того, необходимо отметить, что по мере амортизации номинальной стоимости облигационных выпусков, которая довольно широко распространена в этом сегменте российского рынка, их ликвидность также снижается, так как уменьшается номинальная стоимость облигаций, не принадлежащих якорным инвесторам. В связи с этим, многие амортизируемые субфедеральные облигации к концу срока своего обращения становятся практически неликвидными, особенно если амортизация номинала происходила регулярно.

Логично предположить, что облигации Саратовской области (в случае их размещения) также отличались бы низкой ликвидностью, так как анонсированный в 2013 г. номинальный объем их выпуска (3,0 млрд руб.) примерно на 41,4% ниже среднего номинального объема выпуска в этом сегменте. В табл. 3.1.5 приведена информация о сумме и количестве сделок на Московской бирже с субфедеральными облигациями эмитентов из Приволжского федерального округа по состоянию на 30 июня 2014 г., которая однозначно свидетельствует, что даже облигационные выпуски достаточно большого объема не отличаются высоким уровнем ликвидности².

Данные, приведенные в табл. 3.1.5, наглядно свидетельствуют о крайне низком уровне ликвидности облигационного рынка: из 21 облигационного выпуска эмитентов Приволжского федерального округа по 5 облигационным выпускам вообще не было совершено ни одной сделки, по 3 – объем торгов составил менее 10 000 руб., по 3 – от 10 000 до 100 000 руб., по 3 – от 100 000 до 1 000 000 руб., по 2 – от 1 000 000 до 10 000 000 руб., по 4 – от 10 000 000 до 100 000 000 руб., по 2 – свыше 100 000 000 руб.

¹ См.: URL: <http://ddinvest.ru/> (дата обращения: 19.12.2014).

² См.: URL: http://www.micex.ru/file/bulletin/141723/Market_300614.pdf (дата обращения: 19.12.2014).

**Сумма и количество сделок с облигациями регионов Приволжского
федерального округа, торгующихся на Московской бирже,
по состоянию на 30 июня 2014 г.**

Регион	Выпуск	Показатели ликвидности облигаций	
		сумма сделок, руб.	количество сделок
Республика Башкортостан	БашкортостанРесп-34007-об	12 543 300,00	2
	БашкортостанРесп-34008-об	0	0
Республика Марий Эл	Марий Эл-34006-об	7 936 000,00	1
	Марий Эл-34007-об	9 153,00	3
Республика Мордовия	Мордовия Респ-34001-об	98 969,40	3
Республика Удмуртия	Удмуртская Респ-34004-об	16 314 049,05	1
	Удмуртская Респ-34005-об	0	0
	Удмуртская Респ-34006-об	0	0
	Удмуртская Респ-35001-об	100 541,00	2
Республика Чувашия	Чувашия Респ-34009-об	0	0
	Чувашия Респ-34010-об	150 000 000,00	1
Нижегородская область	НижегородОбл-34006-об	693,35	1
	НижегородОбл-34007-об	883 506,76	12
	НижегородОбл-34008-об	5 306 410,60	4
	НижегородОбл-34009-об	11 232 867,50	6
Оренбургская область	ОренбургОбласть-34001-об	323 225,00	5
	ОренбургОбласть-35001-об	20 993,00	2
	ОренбургОбласть-2-35002-об	500 552 184,30	7
Самарская область	Самарская Обл-35007-об	599,70	1
	Самарская Обл-35008-об	0	0
	Самарская Обл-35009-об	20 861 000,00	2

Источник: Составлено авторами на основе данных: URL: http://www.micex.ru/file/bulletin/141723/Market_300614.pdf (дата обращения: 19.12.2014).

Для инвесторов, работающих на рынке субфедеральных облигаций, ликвидность, напротив, является очень важным параметром, так как именно она определяет возможность и условия открытия и закрытия позиций по облигациям (в частности, низкая ликвидность облигационного выпуска априори подразумевает длительные сроки открытия и закрытия позиции, особенно если позиция открывается на значительную сумму, а также большой рыночный спред между лучшими котировками на покупку и на продажу). Очевидно, что в условиях до-

статочной низкой ликвидности российского облигационного рынка в целом инвесторы (например, коммерческие банки) не рассчитывают на то, что позицию по субфедеральным облигациям можно закрыть сразу (подобным уровнем ликвидности обладают только отдельные выпуски облигаций федерального займа), однако для них важна сама возможность открытия и закрытия позиций в разумный промежуток времени по приемлемым ценам.

Третьим фактором, оказывающим влияние на национальный рынок субфедеральных облигаций, выступает **незначительная величина кредитного спреда к доходности государственных облигаций.**

В теории и на практике облигационного финансирования признается, что облигациями, характеризующимися наименьшим уровнем риска, а соответственно, и наименьшим уровнем доходности на национальном облигационном рынке являются государственные облигации (в России такими облигациями являются облигации федерального займа (ОФЗ), которые также обращаются на Московской бирже). По сути, государственные облигации считаются своеобразным эталоном по доходности для всех остальных облигаций, представленных на рынке, причем доходность любой другой облигации можно представить в виде суммы доходности государственной облигации сопоставимой длительности и кредитного спреда. Величина кредитного спреда индивидуальна для каждого эмитента облигаций и может значительно варьироваться даже в рамках одного сегмента рынка, однако в любом случае она является положительной величиной, т.е. доходность государственных облигаций (при прочих равных условиях) является минимально возможной.

В России субфедеральные облигации считаются облигациями, характеризующимися достаточно низким уровнем риска, поэтому для них величина кредитного спреда относительно невелика. Данный факт становится очевидным, если сравнить между собой доходность государственных облигаций и доходность субфедеральных облигаций сопоставимой длительности: в среднем величина кредитного спреда колеблется от 0,2% до 1,0%.

Тем не менее, на наш взгляд, дальнейшее снижение кредитных спредов для большинства субфедеральных облигаций является маловероятным хотя бы потому, что величина дефицитов региональных бюджетов значительно выше, чем величина дефицита консолидированного российского бюджета. Помимо этого нужно заметить, что региональные бюджеты де-факто являются зависимыми от финансовой помощи из федерального бюджета (обычно оказывается либо в виде предоставления бюджетных кредитов, либо в виде без-

возмездных межбюджетных трансфертов), поэтому зависимость величины кредитного спреда от уровня кредитного качества эмитентов субфедеральных облигаций будет значительно ниже, чем, к примеру, в сегменте корпоративных облигаций (иначе говоря, эмитенты субфедеральных облигаций вполне могут рассчитывать на оказание дополнительной финансовой поддержки из федерального бюджета).

Если рассматривать потенциальное размещение облигаций Саратовской областью, то необходимо отметить, что для нее величина кредитного спреда будет несколько больше, чем для других эмитентов сопоставимого кредитного качества, у которых имеется актуальная кредитная история. Дело в том, что Саратовская область ранее уже размещала свои долговые обязательства, однако это было достаточно давно, причем объем размещаемых облигационных выпусков был не велик (табл. 3.1.6).

Таблица 3.1.6

Погашенные выпуски облигаций Саратовской области

Выпуск	Начало размещения	Дата погашения	Объем выпуска, руб.	Состояние выпуска
Саратовская Обл-Агро-1-об	17.07.1997	17.07.1998	82 930 000	погашен
Саратовская Обл-Агро-2-об	17.07.1997	17.07.1999	82 930 000	погашен
Саратовская Обл-Агро-3-об	17.07.1997	17.07.2000	85 450 000	погашен

Источник: Составлено авторами на основе данных: URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=%F1%E0%F0%E0%F2%EE%E2&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pvt=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&erep=&bemis=&eemis=&bstav=&estav=&bcvol=&ecvol=#rslt (дата обращения: 19.12.2014).

Фактически последний облигационный выпуск региона был погашен более 15 лет назад, поэтому можно утверждать, что инвесторы будут рассматривать новый выпуск облигаций Саратовской области как дебютный, что, соответственно, отразится на величине кредитного спреда в сторону его увеличения. Следовательно, доходность облигаций Саратовской области можно будет представить в виде суммы 3 компонентов:

- 1) доходности государственных облигаций сопоставимой длительности;
- 2) среднего кредитного спреда для эмитентов субфедеральных облигаций сопоставимого кредитного качества;
- 3) премии за дебютный выпуск.

Четвертый фактор, воздействующий на развитие национального рынка субфедеральных облигаций, – **наличие конкурентных по стоимости привлекаемых ресурсов альтернативных источников финансирования.**

Как уже отмечалось ранее, традиционно для эмитентов субфедеральных облигаций в качестве основных альтернативных источников финансирования рассматриваются банковское кредитование и предоставление бюджетных кредитов.

Что касается банковского кредитования, то ставки по крупным банковским кредитам для регионов существенно колебались: по состоянию на декабрь 2013 г. ставки по кредитам до одного года находились в диапазоне «7,3–10,8%, до 5 лет – 7,7–11,3%»¹, т.е. в целом для регионов стоимость ресурсов, привлекаемых в рамках классического банковского кредитования, незначительно отличалась от стоимости ресурсов, привлекаемых в рамках облигационного финансирования (мало того, для некоторых регионов банковское кредитование обходилось дешевле, чем облигационное финансирование).

Как отмечалось ранее, для Саратовской области средняя ставка по банковским кредитам составляет около 8,25%, что ближе к нижней границе указанных выше диапазонов процентных ставок, поэтому можно констатировать, что при текущей стоимости привлечения кредитов в коммерческих банках для региона облигационное финансирование будет сопоставимо по стоимости с банковским кредитованием. В частности, в результате украинского кризиса ставки на российском денежном рынке выросли примерно на 12,0–13,0%, поэтому при привлечении новых банковских кредитов Саратовская область может рассчитывать на ставку порядка 21,5–23,0% годовых, а размещение облигаций, по нашей оценке, позволит ей привлечь ресурсы по ставке 20,0–21,0% годовых. Примечательно, что в 2014 г. в условиях резкого роста процентных ставок разница в стоимости этих источников финансирования оставалась умеренной (по нашим оценкам, даже после повышения ключевой процентной ставки до 17,0% годовых разница в стоимости привлечения облигационного финансирования и классического банковского финансирования не превышает 1,5–2,0%, причем облигационное финансирование по-прежнему остается более дешевым).

Совершенно очевидно, что по сравнению с бюджетными кредитами, которые выдаются по ставке, равной 1/3 ставки рефинанси-

¹ URL: <http://www.vedomosti.ru/politics/news/26448791/spasenie-ot-ukazov> (дата обращения: 19.12.2014).

рования (сейчас ставка по ним составляет 2,75% годовых), облигационное финансирование является значительно более дорогим вариантом привлечения капитала, поэтому для любого региона, имеющего потребность в привлечении финансовых ресурсов, бюджетные кредиты, несомненно, являются наиболее предпочтительным вариантом. Таким образом, при наличии возможности, регион, в том числе и Саратовская область, будет закрывать свои финансовые потребности сначала за счет наиболее дешевых источников финансирования (бюджетных кредитов), а при их недоступности (или невозможности их быстрого привлечения) выбирать между облигационным финансированием и банковским кредитованием.

Интересно, что в последнее время высокопоставленные российские чиновники все чаще говорят о необходимости более активного использования бюджетных кредитов. Например, министр финансов А.Г. Силуанов заявил следующее: «Мы пойдем на серьезное увеличение бюджетных кредитов, с тем чтобы регионы могли перекредитоваться»¹. В контексте подобных высказываний есть все основания для того, чтобы предположить увеличение доли бюджетных кредитов в структуре источников финансирования регионов и, соответственно, снижение их потребности в более дорогих источниках финансирования (например, получив бюджетный кредит, регион вполне может заместить им банковский кредит, выданный по более высокой ставке, или объявить добровольную оферту по облигационному выпуску).

Таким образом, на отечественном рынке субфедеральных облигаций можно выделить четыре ключевых фактора, влияющих на его развитие²:

- 1) различные инвестиционные предпочтения эмитентов и инвесторов относительно срока до погашения размещаемых облигаций;
- 2) крайне низкая ликвидность вторичного рынка субфедеральных облигаций;
- 3) незначительная величина кредитного спреда к доходности государственных облигаций;
- 4) наличие конкурентных по стоимости привлекаемых ресурсов альтернативных источников финансирования.

¹ URL: <http://www.vedomosti.ru/politics/news/26448791/spasenie-ot-ukazov> (дата обращения: 19.12.2014).

² См.: Щербаков А.А. Проблемы облигационного финансирования в региональном разрезе (на примере Саратовской области) // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2014. № 4 (53). С. 102–106.

3.2. Комплекс мер по повышению эффективности функционирования национального рынка субфедеральных облигаций

Рассмотрев основные факторы, оказывающие влияние на развитие российского рынка субфедеральных облигаций, мы считаем необходимым перейти к разработке комплекса мер, нацеленных на повышение эффективности его функционирования. Объективная необходимость разработки и практического внедрения подобных мер обусловлена заинтересованностью всех участников российского облигационного рынка в развитии сегмента субфедеральных облигаций: для эмитентов таких бумаг он привлекателен определенностью стоимости заимствований и возможностью привлечения финансовых ресурсов на длительный период времени, для инвесторов субфедеральные облигации интересны низким уровнем риска, возможностью привлечения финансирования под залог этих бумаг и наличием определенных налоговых льгот, а для профессиональных посредников – возможностью получения доходов за счет организации размещения выпусков этих финансовых инструментов и последующего обслуживания инвесторов, совершающих операции с ними операции на вторичном рынке.

При этом на протяжении последних нескольких лет российский рынок субфедеральных облигаций функционирует достаточно стабильно, т.е., в принципе, субъекты Российской Федерации могут использовать облигационное финансирование в качестве одного из источников привлечения финансовых ресурсов. Тем не менее пока оно по степени распространенности значительно уступает альтернативным источникам привлечения капитала (прежде всего банковским кредитам), при этом существующие на данном рынке дисбалансы сохраняются в течение длительного времени, фактически превращая его в рынок нескольких игроков (по сути, размещение облигаций проводит ограниченный круг эмитентов, непосредственно организацией выпусков занимается небольшое количество профессиональных посредников (преимущественно коммерческих банков), а сами выпуски, как правило, размещаются преимущественно среди ограниченного числа якорных инвесторов).

Таким образом, можно констатировать, что, с одной стороны, национальный рынок субфедеральных облигаций продолжает развиваться (постепенно увеличивается как количество эмитентов, представленных на рынке, так и совокупная номинальная стоимость бумаг, находящаяся в обращении), а с другой – развитие рынка носит преимущественно инерционный характер, т.е. на нем происходят преимущественно количественные, а не качественные изменения.

По нашему мнению, для повышения эффективности функционирования российского рынка субфедеральных облигаций определенные усилия должны быть предприняты не только участниками рассматриваемого рынка, но и государством, причем ряд изменений должен довольно существенно затронуть существующую нормативно-правовую базу. Мы полагаем, что усилия, прилагаемые государством в этом направлении, должны в конечном счете сформировать благоприятные условия для развития рынка субфедеральных облигаций, а основной задачей участников этого рынка станет использование создаваемых государством инвестиционных возможностей.

Мало того, мы убеждены в том, что ситуация, складывающаяся в настоящее время на российском рынке облигаций в целом и в сегменте субфедеральных облигаций в частности, является благоприятной для принятия мер, направленных на повышение его эффективности. Дело в том, что резкий рост процентных ставок в значительной степени способствовал своеобразному слову весьма распространенного инвестиционного стереотипа о сопоставимости банковского и облигационного финансирования: де-факто на протяжении, как минимум, последних 5–7 лет субъекты Российской Федерации считали эти источники финансирования полностью сопоставимыми друг другу, т.е. региональные финансовые власти не рассматривали определенность стоимости привлекаемых ресурсов в качестве стратегического преимущества эмиссии субфедеральных облигаций. Соответственно, на практике при сравнении банковского кредитования и облигационного финансирования региональные финансовые власти очень часто делали выбор в пользу более традиционного вида финансирования в силу относительной простоты процедуры получения банковского кредита и возможности использовать не весь кредитный лимит сразу, а «выбирать» его по мере необходимости.

Произошедший в конце 2014 г. скачок процентных ставок наглядно продемонстрировал необходимость диверсификации источников привлечения финансирования. В частности, комбинация облигационного финансирования с банковским кредитованием смогла бы значительно снизить зависимость субъектов Российской Федерации от колебаний процентных ставок: при одновременном использовании этих источников финансирования возникает своеобразный эффект сглаживания колебаний процентных ставок, когда их изменение отражается только на стоимости только одного источника финансирования (банковского кредитования), в то время как стоимость облигационного финансирования остается неизменной.

Проиллюстрировать этот эффект можно на условном примере. Предположим, что субъект Российской Федерации использует только банковское кредитование и облигационное финансирование в равных долях, причем на начало 2014 г. стоимость первого составляла, к примеру, 9,50% годовых, а второго – 9,00% годовых (соответственно, средняя стоимость привлечения капитала составляет 9,25%). Если предположить, что стоимость банковского финансирования изменяется пропорционального изменению ключевых процентных ставок¹, а за год процентные ставки выросли на 5,00%, то стоимость банковского кредитования вырастет 14,50%, т.е. средняя стоимость привлечения финансовых ресурсов вырастет до 11,75% (или на 2,50%). При снижении процентных ставок на аналогичную величину стоимость банковского кредитования снизилась бы до 4,50% годовых, а общая стоимость привлечения капитала – до 6,75% годовых.

Приведенный пример показывает, что эффект сглаживая колебаний процентных ставок выражается в значительном снижении зависимости субъектов Российской Федерации от текущей конъюнктуры финансовых рынков. В частности, если бы в условиях приведенного выше примера при росте процентных ставок на 5,00% эмитент был бы ориентирован только на использование банковского кредитования, то для него рост стоимости привлекаемых ресурсов был бы эквивалентен росту среднего уровня процентных ставок.

Принимая во внимание все вышесказанное, мы считаем необходимым разделить предлагаемые меры на две большие группы:

- 1) меры, реализуемые на государственном уровне (или государственные меры);
- 2) меры, реализуемые на уровне участников рынка субфедеральных облигаций (или меры участников рынка).

Итак, первой в рамках государственных мер, которые необходимо реализовать для повышения эффективности российского рынка субфедеральных облигаций, является **предоставление дополнительных налоговых льгот инвесторам, работающим этом рынке.**

По нашему мнению, те налоговые льготы, которые предусмотрены в действующем законодательстве, являются недостаточными для того, чтобы сделать субфедеральные облигации более привлекательными для инвесторов: по сути, существующие налоговые льготы ориентированы на инвесторов-резидентов, являющихся физически-

¹ Данное предположение в значительной степени является условным, так как на практике зависимость между уровнем процентных ставок и стоимостью привлечения финансирования субъектами Российской Федерации является прямой, но не строго функциональной.

ми лицами, доля которых на рынке крайне незначительна (иными словами, эти инвесторы не могут оказать существенного влияния на стоимость привлечения финансовых ресурсов эмитентами субфедеральных облигаций). При этом для инвесторов – юридических лиц, являющихся резидентами Российской Федерации и играющими доминирующую роль на национальном рынке субфедеральных облигаций, налоговые льготы имеют намного меньшее значение (как уже отмечалось ранее, налоговые льготы распространяются только на доходы, полученные в виде купонов по субфедеральным облигациям, причем льготной является непосредственно налоговая ставка – 15% против 20% по корпоративным бумагам).

На наш взгляд, налоговые льготы на рынке субфедеральных облигаций должны быть намного более серьезными, причем в первую очередь такие льготы должны быть ориентированы на именно на основных участников данного рынка. Мы считаем, что для всех категорий инвесторов (как резидентов, так для нерезидентов) необходимо полностью освободить от налогообложения все доходы, получаемые ими при работе на рынке субфедеральных облигаций без каких-либо дополнительных условий и ограничений¹, т.е. и доходы, получаемые в виде купонов по субфедеральным облигациям, и доходы, получаемые в виде разницы между ценой продажи и ценой покупки субфедеральных облигаций.

Безусловно, данная мера законодательного характера является радикальной, однако, как нам представляется, она будет очень эффективно стимулировать развитие национального рынка субфедеральных облигаций. Мы полагаем, что она повысит инвестиционную привлекательность субфедеральных облигаций для всех инвесторов, работающих на данном рынке (за счет повышения доходности после налогообложения), и тем самым будет способствовать определенному сближению инвестиционных целей эмитентов и инвесторов. По сути, реализация предлагаемой меры сделает эти финансовые инструменты намного более конкурентоспособными на отечественном облигационном рынке (в частности, по сравнению с корпоративными облигациями).

На практике любой инвестор, принимающий решение о приобретении того или иного облигационного выпуска, выбирает из нескольких возможных альтернатив, причем одним из важнейших критериев, используемых при подобном отборе, является именно доходность после налогообложения, причем при существующей в нашей стране системе налогообложения доходов по облигациям для инвестора, при аналогичном (или по крайней мере – сопоставимом) уровне кредитного

¹ В принципе, аналогичные по своему характеру налоговые льготы целесообразно ввести и в отношении муниципальных облигаций.

качества и сроке до погашения, не играет большой роли, с какими именно облигационными выпусками он будет работать (например, с субфедеральными или корпоративными облигациями). В результате в подавляющем большинстве случаев инвестор, стремясь максимизировать доходность своего инвестиционного портфеля, делает выбор в пользу того облигационного выпуска, который обладает наибольшим уровнем доходности после налогообложения. Само сравнение облигационных выпусков по ожидаемой доходности после налогообложения осуществляется по достаточно простому алгоритму: инвестор корректирует свой потенциальный доход, который может быть получен при условии владения облигациями вплоть до погашения, на величину налогов, которые ему необходимо будет уплатить.

Например, если на рынке обращаются два облигационных выпуска, сопоставимые по кредитному качеству и сроку до погашения, – субфедеральный и корпоративный – с доходностью к погашению 8,40% и 9,00% годовых соответственно и погашением ровно через один год¹, и инвестор – юридическое лицо, являющееся резидентом Российской Федерации, сравнивает их между собой, то при действующей системе налогообложения более предпочтительным для него будет являться выпуск корпоративных облигаций: его доходность после налогообложения составит 7,20% годовых ($9,00\% \times (1 - 0,20)$) против 7,14% у выпуска субфедеральных облигаций ($8,40\% \times (1 - 0,15)$).

Однако если освободить от налогообложения все доходы, получаемые инвесторами по субфедеральным облигациям, то в условиях данного примера более предпочтительным будет являться выпуск субфедеральных облигаций: его доходность составит 8,40% против 7,20% по корпоративным бумагам. Стоит особо отметить, что в этом случае с точки зрения доходности после налогообложения эквивалентная доходность по корпоративным облигациям значительно возрастет – до 10,50%, т.е. при этой доходности для инвесторов выбор между выпуском субфедеральных облигаций с доходностью к погашению 8,40% годовых и выпуском корпоративных облигаций с доходностью к погашению 10,50% будет абсолютно равнозначен (при существующей в нашей стране системе налогообложения доходности к погашению в размере 8,40% эквивалентна доходность корпоративных облигаций, равная 8,925% годовых).

Мы думаем, что предоставление налоговых льгот инвесторам в субфедеральные облигации позволит одновременно решить сразу

¹ Для простоты расчетов предполагается, что оба облигационных выпуска торгуются по своей номинальной стоимости, при этом величиной транзакционных издержек при совершении сделок с ними на биржевом рынке можно пренебречь.

две задачи: снизить стоимость привлечения заемных ресурсов для эмитентов облигаций и повысить привлекательность субфедеральных облигаций для инвесторов (в частности, по сравнению с корпоративными облигациями).

Второй мерой, которую мы считаем очень важной для повышения эффективности функционирования рынка субфедеральных облигаций, является **безусловное включение всех выпусков субфедеральных облигаций в Ломбардный список Банка России.**

Нам представляется, что подобная мера значительно повысит привлекательность отечественного рынка субфедеральных облигаций для коммерческих банков, которые очень часто используют бумаги, входящие в состав их инвестиционных портфелей, для привлечения краткосрочных финансовых ресурсов в рамках РЕПО-сделок.

Следует признать, что в настоящее время часть облигационных субфедеральных облигаций уже включена в Ломбардный список Банка России. В частности, по состоянию 30 июня 2014 г. формально Ломбардный список включал 81 выпуск субфедеральных облигаций¹ (при этом на Московской бирже в обращении находилось 100 выпусков таких бумаг), хотя фактически он охватывал 79 выпусков, находящихся в обращении (с момента последнего обновления, произошедшего 3 июня 2014 г., до момента проведения исследования было погашено 3 облигационных выпуска). Соответственно, на момент проведения исследования Ломбардный список Банка России охватывал значительную часть, но далеко не весь отечественный рынок субфедеральных облигаций (см. Приложение 4). Так, если по количеству облигационных выпусков он охватывал 79,00% обращающихся выпусков субфедеральных облигаций (79 из 100 выпусков), то по номинальной стоимости он охватывает всего 63,89% рынка (531,62 из 832,12 млрд руб.).

До некоторой степени подобное расхождение обусловлено тем, что в российской практике обновление Ломбардного списка производится по инициативе Банка России, т.е. фактически отсутствует четкая система его актуализации. Например, в 2012 г. он обновлялся 11 раз, в 2013 г. – 10 раз, а в I полугодии 2014 г. – 5 раз, причем его обновления происходят через разные промежутки времени (в частности, в I полугодии 2014 г. его обновления осуществлялись 15 января, 29 января, 19 марта, 30 апреля и 3 июня)². В результате возникает вполне закономерный эффект запаздывания Ломбардного списка: между его обновлениями часть выпусков субфедеральных облигаций погашается, а часть размещается на первичном рынке, при этом пер-

¹ См.: URL: <http://www.cbr.ru/analytics/Plugins/LombardList.aspx> (дата обращения: 20.12.2014).

² Там же.

вые продолжают числиться в Ломбардном списке (несмотря на их фактическое погашение), а вторые – еще не включены в него (даже если для этого соблюдены все требования национального регулятора). Кроме того, в Ломбардный список Банка России не попадают те бумаги, которые находятся в состоянии размещения, т.е. их размещение начато, но по тем или иным причинам еще не завершено, хотя подобные облигации уже могут быть допущены к биржевым торгам.

По нашему мнению, целесообразно сделать подход к включению субфедеральных облигаций в Ломбардный список Банка России более либеральным: вполне логично реализовать механизм включения подобных бумаг в Ломбардный список «по умолчанию», т.е. сразу после завершения размещения таких бумаг они должны сразу же включаться в него.

Таким образом, мы предлагаем не распространять на все выпуски субфедеральных облигаций требования указания Центрального банка Российской Федерации № 2681-У «О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России» от 10 августа 2012 г.¹, в соответствии с которым «эмитенту (выпуску) ценных бумаг» должен быть «присвоен рейтинг по международной шкале как минимум одним из рейтинговых агентств (*Standard & Poor's, Fitch Ratings, Moody's Investors Service*) на уровне не ниже установленного Банком России либо исполнение обязательств эмитента по указанным ценным бумагам в полном объеме или частично обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации», а сам выпуск субфедеральных облигаций должен быть допущен «к обращению на фондовой бирже, действующей на территории Российской Федерации, на которой Банк России выступает участником торгов»².

При этом в соответствии с данным нормативным документом в процессе принятия решения о включении выпуска субфедеральных облигаций в Ломбардный список Совет директоров Банка России имеет право принимать во внимание «другие существенные обстоятельства (объем выпуска, его ликвидность и тому подобное)»³. На наш взгляд, подобные «существенные обстоятельства» также не должны оказывать влияния на включение субфедеральных облигаций в Ломбардный список Банка России.

Мы считаем, что такой подход к формированию Ломбардного списка позволит, во-первых, минимизировать «техническую паузу»,

¹ В редакции от 25 ноября 2014 г.

² URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_172354/#p28 (дата обращения: 22.12.2014).

³ Там же.

возникающую из-за нерегулярности его обновления, во-вторых, будет обеспечивать повышенный интерес к этим бумагам со стороны инвесторов уже в момент размещения (сейчас наиболее консервативные инвесторы предпочитают приобретать такие бумаги на вторичном рынке уже после соответствующего решения Банка России).

Третьей мерой, которую необходимо реализовать для дальнейшего развития российского рынка субфедеральных облигаций, – это **создание льготных условий рефинансирования под залог субфедеральных облигаций при совершении операций с Банком России.**

Данная мера рассчитана прежде всего на коммерческие банки, которые в настоящий момент являются основными владельцами субфедеральных облигаций и, – как минимум, периодически – заинтересованы в привлечении финансовых ресурсов напрямую у Центрального банка (в частности, через операции так называемого прямого РЕПО с Центральным Банком, в рамках которых Банк России предоставляет коммерческим банкам ликвидность под залог активов, в том числе и под залог субфедеральных облигаций)¹.

Как мы полагаем, формирование льготных условий может одновременно вестись в двух направлениях.

Во-первых, Банк России может установить льготную ставку по операциям РЕПО при использовании субфедеральных облигаций в качестве обеспечения, т.е. мы считаем необходимым использование дифференцированного подхода к установлению стоимости привлекаемых финансовых ресурсов в зависимости от используемого обеспечения.

В настоящее время Банк России, напротив, применяет унифицированный подход: сейчас ставка по операциям прямого РЕПО является единой. Например, с 16 декабря 2014 г. Банк России установил следующие ставки по операциям по предоставлению ликвидности:

а) по операциям, проводимым на аукционной основе, ставка составляет не менее 17,00% годовых, а максимальный лимит привлечения финансовых ресурсов ограничен 500 млрд руб.;

б) по операциям, проводимым на постоянной основе: при сроке привлечения финансовых ресурсов, равном одному дню, она составляет 18,00% годовых для всех типов операций, а при большем

¹ В данном случае необходимо обратить внимание на тот факт, что на российском рынке субфедеральных облигаций де-факто сделки (операции) РЕПО используются как один из наиболее эффективных инструментов привлечения и размещения финансовых ресурсов, в то время как де-юре подобные сделки рассматриваются как две сделки – продажа и последующая покупка бумаг, осуществляемая по заранее определенной цене и в заранее определенный срок.

сроке – от 2 до 549 дней – по кредитам, обеспеченным залогом, – 18,50% годовых, по кредитам под активы или поручительства – 18,75% годовых¹.

Мы полагаем, что создание льготных условий рефинансирования должно затрагивать прежде всего операции, проводимые Банком России на постоянной основе (операции, проводимые на аукционной основе, достаточно сильно от них зависят). В частности, целесообразно снизить ставку по сделкам РЕПО, обеспечением по которым выступают субфедеральные облигации, на 0,50% годовых, т.е. под залог таких бумаг коммерческие банки смогут привлекать более дешевое фондирование.

Во-вторых, мы считаем крайне необходимым пересмотр дисконтов по субфедеральным облигациям по совершении сделок РЕПО. Дело в том, что в общем случае при заключении подобных сделок, ценные бумаги, в том числе и субфедеральные облигации, в рамках из первой части учитываются с дисконтом (в терминологии Банка России «начальным дисконтом»). Величина этого дисконта может очень серьезно колебаться, однако чем меньше дисконт, тем привлекательнее такая бумага с точки зрения привлечения финансирования в рамках сделок РЕПО.

Например, если коммерческий банк владеет субфедеральными облигациями на сумму 50 млн руб. и начальный дисконт по этим бумагам равен 5%, то в рамках сделки РЕПО максимально он может привлечь 47,5 млн руб. (50 млн руб. – 5%), а при дисконте 20% – всего 40,0 млн руб. (50 млн рублей – 20%).

В нашей стране Центральный банк устанавливает три вида дисконтов: начальный дисконт, верхний предельный дисконт и нижний предельный дисконт; причем их установление осуществляется «индивидуально для каждой ценной бумаги, принимаемой в обеспечение, и для каждого диапазона срочности операций РЕПО», а «при установлении дисконтов по ценной бумаге во внимание принимается ее кредитное качество и уровень ликвидности»². Очевидно, что при подобном подходе величина начального дисконта – наиболее важного показателя для коммерческих банков – будет отличаться для разных выпусков субфедеральных облигаций (используемые дисконты по субфедеральным облигациям при операциях РЕПО с Банком России на срок до 6 дней включительно приведены в приложении № 5), причем на момент проведения исследования величина начального

¹ URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 23.12.2014).

² URL: http://cbr.ru/dkp/standart_system/print.aspx?file=dkp_DOFR_repo.htm (дата обращения: 24.12.2014).

дисконта по РЕПО сделкам, установленная Банком России, колебалась от 2,5% до 20,0%. Самое интересное, что величина дисконта не зависела от параметров выпуска субфедеральных облигаций (в частности, от его срока до погашения) и была одинаковой для всех выпусков одного эмитента облигаций.

По нашему мнению, для повышения привлекательности российского рынка субфедеральных облигаций целесообразно установить единую величину начального дисконта по всем выпускам субфедеральных облигаций на уровне 2,5% (сейчас с таким дисконтом принимаются в РЕПО только облигации города Москвы). Мы думаем, что введение единого начального дисконта в большей степени соответствует перераспределительному характеру всей отечественной бюджетной системы (по сути, сейчас доходы сначала концентрируются на федеральном уровне, а затем тем или иным способом перераспределяются между субъектами Российской Федерации), когда способность эмитента своевременно и в полном объеме исполнять свои обязательства по облигационным выпускам зависит не только от его кредитного качества, но и от готовности федеральных властей оказывать ему финансовую поддержку (например, одной из форм такой поддержки может выступать увеличение объема выдаваемых бюджетных кредитов).

Второй группой мер, нацеленных на повышение эффективности функционирования российского рынка субфедеральных облигаций, являются меры, реализуемые на уровне участников данного рынка.

Одной из важнейших мер, которая может быть реализована в рамках данной группы, по нашему мнению, является **обеспечение приемлемого уровня ликвидности вторичного рынка субфедеральных облигаций**.

Как мы полагаем, в повышении ликвидности вторичного рынка должны быть заинтересованы прежде всего эмитенты субфедеральных облигаций. В частности, они могут значительно расширить базу инвесторов непосредственно при размещениях облигаций путем введения ряда специальных ограничений.

Простейшим примером подобных ограничений является установление максимальных лимитов на количество ценных бумаг, которые в рамках размещения может приобрести один инвестор (или группа связанных инвесторов), или максимальную долю ценных бумаг, выраженную в процентах от объема размещаемого выпуска. Соответственно, чем меньше будет такой лимит – в мировой практике используются ограничения от 2,0% до 5,0% от общего объема облигационного выпуска, – тем шире будет база инвесторов (так, при лимит-

те в размере 5% минимальное количество инвесторов, купивших облигации в момент их размещения, будет равно 20, а при лимите в 2% – 50, при этом максимальное количество инвесторов ничем не ограничено).

Мы полагаем, что расширение базы инвесторов при первичном размещении субфедеральных облигаций приведет к повышению ликвидности этого рынка, хотя бы за счет резкого увеличения его участников. Дело в том, что многие участники первичных размещений субфедеральных облигаций покупают их, в том числе и для своих клиентов, количество которых может быть достаточно велико. Иными словами, подобное лимитирование должно препятствовать выкупу всего облигационного выпуска ограниченным количеством инвесторов, намеревающихся владеть этими бумагами вплоть до погашения.

Помимо этого, эмитенты субфедеральных облигаций, как мы думаем, в обязательном порядке должны пользоваться услугами маркет-мейкеров, обеспечивающих выставление двухсторонних котировок на покупку и на продажу субфедеральных облигаций. Для минимизации затрат на поддержание ликвидности вторичного рынка эмитенты облигаций могут делать требование поддержания ликвидности вторичного рынка обязательным для организаторов размещения облигаций, т.е. организатор должен будет не просто разместить все выпуски среди инвесторов, но и поддерживать их ликвидность на определенном уровне, заранее определенном эмитентом. Кроме того, эмитенты могут добиваться получения определенных скидок, причем довольно серьезных, от маркет-мейкеров за счет заключения договоров с ними сразу на весь срок обращения облигаций.

С практической точки зрения целесообразна разработка неких более или менее унифицированных стандартов поддержания ликвидности рынка субфедеральных облигаций, как минимум, на уровне обычаев делового оборота. Сам факт появления подобных стандартов сделает российский рынок субфедеральных облигаций более прозрачным и предсказуемым для всех его участников, при этом совершенно необязательно, чтобы такие стандарты отличались высоким уровнем детализации (например, вполне достаточно определение нескольких базовых параметров – минимального размера заявки, величины спреда, времени поддержания двухсторонних котировок в течение торговой сессии и некоторых других).

Следующей мерой, которая, как мы думаем, будет способствовать повышению эффективности функционирования российского рынка субфедеральных облигаций, – это **повышение вариативности**

параметров облигационных выпусков, в частности, сроков до погашения облигаций.

Как уже упоминалось ранее, сейчас эмитенты субфедеральных облигаций в наибольшей степени заинтересованы в привлечении финансовых ресурсов на максимально длительный срок, однако для обеспечения более равномерного обслуживания долга многие из них предпочитают размещать амортизируемые облигации (как правило, график погашения номинальной стоимости таких бумаг определяется предпочтениями эмитентов облигаций).

Примечательно, что выбор в пользу амортизируемых облигаций делается эмитентом даже в том случае, если объем выпуска достаточно велик и вместо одного большого выпуска амортизируемых бумаг он вполне в состоянии разместить несколько малых выпусков неамортизируемых облигаций.

С точки зрения эмитента размещение одного большого выпуска или нескольких малых выпусков не имеет принципиальных отличий по стоимости привлекаемых ресурсов, однако второй вариант предполагает большее количество оформляемых при эмиссии документов (фактически на каждый облигационный выпуск необходимо оформлять свой комплекс документов). Именно по этой причине большинство эмитентов субфедеральных облигаций предпочитают размещать долговые обязательства одним большим выпуском, хотя для инвесторов подобный подход не совсем удобен. Это связано с тем, что у целого ряда инвесторов (в частности, у коммерческих банков), совершающих операции с субфедеральными облигациями, инвестируемые денежные средства характеризуются определенной срочностью.

Например, до настоящего момента многие коммерческие банки крайне неохотно инвестируют в облигации, у которых срок до погашения превышает средний срок, на который они привлекают денежные средства физических и юридических лиц, так как в этом случае значительно возрастает риск «разрыва ликвидности».

По этой причине многие инвесторы предпочитают включать в свои инвестиционные портфели только те субфедеральные облигации, срок до погашения которых сопоставим со срочностью привлекаемых ими средств, т.е. эти показатели могут отличаться друг от друга, но незначительно (на практике возможный диапазон отклонений в каждом конкретном случае определяется инвестором индивидуально).

Соответственно, для таких инвесторов приобретение амортизируемых субфедеральных облигаций является далеко не самым лучшим

вариантом, так как владение этими бумагами приводит к возникновению дополнительных рисков: с одной стороны, увеличивается риск реинвестирования (в отличие от неамортизируемых облигаций инвестор должен реинвестировать не только купонные платежи, но и часть номинальной стоимости облигаций), а с другой – возрастает риск, связанный с изменением процентных ставок (так, при резком росте процентных ставок рыночная цена субфедеральных облигаций снизится, причем чем больше будет срок до погашения облигаций, тем большее существенным будет падение цены).

Кроме того, эмитенты субфедеральных облигаций могут устанавливать различные периоды выплаты купонов (действующее законодательство на этот параметр облигационных выпусков никаких ограничений не налагает). Сейчас по большинству выпусков субфедеральных облигаций предусматривается, что купон выплачивается либо один раз в 6 месяцев, либо один раз в 3 месяца, однако для некоторых инвесторов более интересной была бы выплата купонов в другие временные интервалы (в частности, более частая выплата купонов позволяет минимизировать риск реинвестирования).

Подводя итог всему, сказанному выше, можно констатировать, что для повышения эффективности функционирования отечественного рынка субфедеральных облигаций необходима реализация следующих мер:

1) государственные меры:

- предоставление дополнительных налоговых льгот инвесторам, работающим на этом рынке;
- безусловное включение всех выпусков субфедеральных облигаций в Ломбардный список Банка России;
- создание льготных условий рефинансирования под залог субфедеральных облигаций, при совершении операций с Банком России;

2) меры участников рынка:

- обеспечение приемлемого уровня ликвидности вторичного рынка субфедеральных облигаций;
- повышение вариативности параметров облигационных выпусков.

Заключение

На протяжении последних нескольких лет интерес к исследованию отечественного рынка субфедеральных облигаций существенно повысился, однако до настоящего времени целый ряд важных и актуальных теоретических и практических вопросов остаются недостаточно разработанными, причем среди вопросов общетеоретического плана наиболее острые научные дискуссии вызывают вопросы, связанные с сущностью субфедеральных облигаций.

Отсутствие общепринятой трактовки данного термина как в действующих нормативно-правовых актах, так и в научных исследованиях обусловило необходимость проведения подробного анализа различных точек зрения по данному вопросу и позволило выявить два основных подхода к его рассмотрению: в рамках первого подхода при сегментировании российского рынка субфедеральные облигации вообще не выделяются как самостоятельная группа облигаций и рассматриваются только в совокупности с другими облигациями (наиболее распространено отнесение субфедеральных облигаций к государственным облигациям, а также совместное исследование субфедеральных и муниципальных облигаций), в то время как в рамках второго подхода субфедеральные облигации, напротив, признаются отдельной группой облигаций.

После проведения критического анализа обоих подходов в работе сделан вывод о целесообразности применения второго подхода, а под субфедеральными облигациями предлагается понимать облигации субъектов Российской Федерации, эмитентами которых выступают высшие исполнительные органы государственной власти или финансовые органы субъектов Российской Федерации (при наличии у них таких полномочий), денежные средства от размещения которых, вне зависимости от целей и параметров выпуска облигаций, поступают в их бюджеты.

Разработка классификации субфедеральных облигаций проведена путем систематизации и анализа однофакторных группировок и предполагает использование следующих классификационных признаков:

- количество целей заимствований;
- цель привлечения ресурсов;

- характер использования привлеченных ресурсов;
- вид бюджетных расходов (облигации, выпущенные для финансирования);
- источник средств для погашения облигаций.

При проведении исследования было доказано, что субфедеральные облигации как финансовые инструменты имеют следующие концептуальные особенности:

- ограниченность максимального срока обращения;
- ограниченность объема эмиссии;
- льготное налогообложение купонных доходов;
- низкая ликвидность;
- низкая доходность.

Выявленные особенности субфедеральных облигаций позволили сформулировать основные условия их эмиссии, обусловленные спецификой бюджетного процесса:

- условие обязательной законодательной фиксации;
- условие фиксированности срока до погашения;
- условие определенности стоимости заимствований.

Проведенный на очередном этапе исследования структурно-динамический анализ российского рынка субфедеральных облигаций за период с 1 января 2004 г. по 30 июня 2014 г. позволил сделать следующие выводы:

- для получения содержательной характеристики рынка субфедеральных облигаций целесообразно использовать два основных показателя – количество выпусков субфедеральных облигаций и их номинальная стоимость, причем последний показатель является более объективным, так как он отражает фактически привлеченный эмитентами объем финансовых ресурсов;

- рынок субфедеральных облигаций интенсивно развивался: его объем, определенный по номинальной стоимости облигаций, находящихся в обращении, вырос с 111,5728 млрд руб. до 832,1200 млрд руб., т.е. на 645,81%;

- значительно увеличился объем привлекаемых финансовых ресурсов при эмиссии одного облигационного выпуска, а также существенно вырос средний срок обращения субфедеральных облигаций;

- по итогам анализируемого периода структура рынка субфедеральных облигаций претерпела значительные изменения: общее количество эмитентов облигаций, одновременно находящихся в обращении, увеличилось с 25 до 35, причем за весь период 7 эмитентов ушли с облигационного рынка и 17 эмитентов разместили на нем свои облигации;

- рынок субфедеральных облигаций характеризуется очень высоким уровнем концентрации.

Исследование показало, что отечественный рынок субфедеральных облигаций характеризуется рядом специфических особенностей, систематизация и анализ которых необходимы для понимания и оценки перспектив его дальнейшего развития.

Первая особенность национального рынка субфедеральных облигаций в целом заключается в существовании серьезного дисбаланса участников рынка, причем эта особенность присуща всем категориям участников, представленных на нем – эмитентам, инвесторам и профессиональным посредникам.

Вторая особенность российского рынка субфедеральных облигаций заключается в низкой заинтересованности эмитентов субфедеральных облигаций в повышении ликвидности их вторичного рынка, выражающаяся, в частности, в неготовности эмитентов оплачивать услуги маркет-мейкеров, несмотря на экономическую целесообразность подобных действий в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Третья особенность российского отечественного рынка заключается в более длительном периоде приостановки биржевых торгов при выплате купонов, что в определенной степени снижает привлекательность субфедеральных облигаций для инвесторов, особенно в условиях высокой волатильности рынка.

В целях выявления целевых групп инвесторов, заинтересованных во вложениях в субфедеральные облигации, предложена методика оценки инвестиционной привлекательности этих финансовых инструментов, включающая в себя следующие этапы:

- сегментирование инвесторов, работающих на данном рынке, по требуемой доходности (консервативные, умеренные и рискованные инвесторы) и требуемой ликвидности (инвесторы, реализующие пассивные, умеренно активные и активные инвестиционные стратегии);

- выбор количественных показателей для оценки уровня доходности и ликвидности субфедеральных облигаций, и определение их целевых диапазонов для выделенных категорий инвесторов, причем:

• в качестве показателя, характеризующего уровень доходности, предлагается использовать требуемую чистую премию к доходности государственных облигаций;

• в качестве показателя, характеризующего уровень ликвидности, предлагается применять разработанный автором коэффициент потенциальных потерь;

- расчет фактических значений требуемой чистой премии к доходности государственных облигаций и коэффициента потенциальных

потерь для субфедеральных облигаций, находящихся в обращении (с учетом предпочтительного временного горизонта инвестирования);

- сопоставление целевых и расчетных значений показателей и выделение целевых групп инвесторов в субфедеральные облигации.

Анализ факторов, оказывающих влияние на отечественный рынок субфедеральных облигаций, позволил сформулировать следующие проблемы, препятствующие его развитию:

- различные инвестиционные предпочтения эмитентов и инвесторов относительно срока до погашения размещаемых облигаций;

- крайне низкая ликвидность вторичного рынка субфедеральных облигаций, обусловленная как спецификой этих финансовых инструментов, сложившейся структурой инвесторов и низкой заинтересованностью эмитентов облигаций в повышении ликвидности этого рынка, так и сравнительно небольшим объемом целого ряда выпусков субфедеральных облигаций и большим удельным весом амортизируемых облигаций;

- незначительная величина кредитного спреда к доходности государственных облигаций;

- наличие конкурентных по стоимости привлекаемых ресурсов альтернативных источников финансирования.

На заключительном этапе исследования были разработаны рекомендации, практическая реализация которых позволит значительно повысить эффективность функционирования российского рынка субфедеральных облигаций, при этом все предлагаемые меры были разбиты на две группы:

- 1) меры, реализуемые на государственном уровне (государственные меры);

- 2) меры, реализуемые на уровне участников рынка субфедеральных облигаций (меры участников рынка).

Список использованных источников

Нормативно-правовые документы

Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 № 145-ФЗ (ред. от 26.12.2014, с изм. от 08.03.2015) // СПС «Консультант Плюс».

Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть первая от 31.07.1998 № 146-ФЗ и часть вторая от 05.08.2000 № 117-ФЗ // СПС «Консультант Плюс».

О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: федеральный закон от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ // СПС «Консультант Плюс».

О рынке ценных бумаг: федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ // СПС «Консультант Плюс».

Об акционерных обществах: федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ // СПС «Консультант Плюс».

Об инвестиционных фондах: федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ // СПС «Консультант Плюс».

Об организованных торгах: федеральный закон от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ // СПС «Консультант Плюс».

Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг: федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ // СПС «Консультант Плюс».

Стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 года: распоряжение Правительства РФ № 2043 от 29.12.2008 г. // СПС «Консультант Плюс».

О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России: указания Центрального банка Российской Федерации № 2681-У от 10 августа 2012 года // СПС «Консультант Плюс».

Книги и материалы периодических изданий

Адамова К.Р. Формирование учетно-расчетной инфраструктуры российского финансового рынка: внутренние интеграционные процессы и место в глобальной фондовой архитектуре // Финансы и кредит. 2013. № 15. С. 63–79.

Алексеева И.А., Балуткина В.О. Способы урегулирования просроченной задолженности эмитентов по рублевым корпоративным облигациям // Материалы 69-й ежегодной научной конференции профессорско-преподавательского состава и докторантов, 21-й научной конференции аспирантов и 71-й научной конференции студентов и магистрантов. Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2010. Ч. 1. С. 5–16.

Алексеева И.А., Бухарова П.Ю. Биржевые облигации на российском рынке ценных бумаг // Материалы 69-й ежегодной научной конференции профессорско-преподавательского состава и докторантов, 21-й научной конференции аспирантов и 71-й научной конференции студентов и магистрантов. Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2010. Ч. 1. С. 54–61.

Алексеева И.А., Мурга Н.С. Динамика и тенденции развития рынка еврооблигаций российских коммерческих банков // Материалы 71-й ежегодной научной конференции профессорско-преподавательского состава и докторантов, 23-й научной конференции аспирантов и 73-й научной конференции студентов и магистрантов: (секция фин.-экон. фак.). Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2012. С. 25–37.

Алексеева И.А., Прилуцкая В.Н. Рынок еврооблигаций российских эмитентов: тенденции и перспективы развития // Финансово-кредитная система региона: стратегия и практика: сб. науч. тр. Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2012. С. 20–29.

Алиев А.Р. Рынок ценных бумаг в России: учеб. пособие. М.: Юнити-Дана, 2010.

Аскинадзи В.М. Рынок ценных бумаг: учеб.-метод. комплекс. М.: Изд-во ЕАОИ, 2008.

Батяева Т.А., Столяров И.И. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. М.: Инфра-М, 2006.

Беломытцева О.С. Субфедеральные и муниципальные облигации: тенденции развития рынка и элементы управления долгом // Вестник Томского государственного университета. 2006. № 292. С. 288–293.

Берзон Н.И. Рынок ценных бумаг: учебник. М.: Юрайт, 2011.

Берзон Н.И., Буянова Е.А., Кожевников М.А., Чаленко А.В. Фондовый рынок: учеб. пособие для высших учебных заведений экономического профиля. 2-е изд. М: Вита-Пресс, 1999.

Боровкова Вал.А., Боровкова Вик.А. Рынок ценных бумаг. 2-е изд., обнов. и доп. СПб.: Питер, 2008.

Бочаров В.В. Инвестиции. Сер.: Завтра экзамен. СПб.: Питер, 2008.

Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: учебник. М.: Инфра-М, 2007.

Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования. М.: Дело, 1997.

Глазков С.Л. «Детская болезнь» кривизны рынка субфедеральных и муниципальных облигаций Российской Федерации // Рынок ценных бумаг. 2005. № 9. С. 61–64.

Горелик В.Н. Логика финансовой системы: закономерности устройства // Финансы и кредит. 2011. № 24. С. 40–45.

Государственный долг: учеб.-метод. пособие / авт.-сост. А.Н. Дейнега, Т.Н. Харламова, С.В. Позднякова, О.А. Денисова, Н.В. Сарнычева. Тамбов: Изд-во ИП Чеснокова А.В., 2010.

Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и техника оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

Дегтярева О.И. Биржевое дело: учебник. М.: Магистр; Инфра-М, 2010.

- Деньги. Кредит. Банки. Ценные бумаги: практикум / под ред. Е.Ф. Жукова. 2-е изд., доп. и перераб. М.: Юнити-Дана, 2011.
- Дубовик И.В. О перспективах российского рынка корпоративных облигаций // Известия ИГЭА (БГУЭП). 2014. № 1. С. 73–78.
- Дубовик И.В. Субординированные облигации, как новый вид российских корпоративных облигаций // Современное состояние и перспективы развития бухгалтерского учета, экономического анализа и аудита: мат. Междунар. науч.-практ. конф. Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2014.
- Ермак А. Рынок субфедеральных облигаций: основные итоги 2013 года и перспективы // Рынок ценных бумаг. 2014. № 2. С. 62–68.
- Ермакова Е.А. Государственные финансы в финансовой системе России // Финансы и кредит. 2007. № 3. С. 32–40.
- Ермакова Е.А. Финансовая система России в условиях глобализации // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2007. № 1. С. 75–79.
- Ермакова Е.А., Попов М.В. Бюджетная система Российской Федерации: учебник. Саратов: СГСЭУ, 2013.
- Ермакова Е.А., Семернина Ю.В. Привлекательность облигационного финансирования расходных обязательств субъекта Российской Федерации в условиях роста региональных долгов // Региональная экономика: теория и практика. 2013. № 44. С. 14–27.
- Зверев В.А., Гудков Ф.А., Евсюков С.Г., Зверева А.В. и др. Финансовые инструменты рынка ценных бумаг: практ. пособие для инвесторов. М.: ИнтерКрим-пресс, 2007.
- Звягинцева Н.А. Актуальные проблемы реформирования государственного регулирования рынка ценных бумаг Российской Федерации // Финансы и кредит. 2014. № 16 (592). С. 29–36.
- Звягинцева Н.А. Основные показатели оценки результативности регулирования рынка ценных бумаг // Экономика и управление. 2012. № 1 (75). С. 92–98.
- Звягинцева Н.А. Оценка инвестиционного потенциала физических лиц и путей его реализации через механизмы рынка ценных бумаг в РФ // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2014. № 3 (35). С. 44–49.
- Звягинцева Н.А. Реформирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг: путь к мегарегулятору // Известия ИГЭА (БГУЭП). 2013. № 5 (91). С. 27–35.
- Зеленский Ю.Б. Структура регионального госдолга: как не оказаться в тупике? // Деньги и кредит. 2012. № 5. С. 12–41.
- Зоркальцев В.И., Шерстянкина Н.П. Проблемы построения и использования фондовых индексов // Известия Иркутской государственной экономической академии. 2011. № 2. С. 45–52.
- Инвестиции / под ред. В.В. Ковалева, В.В. Иванова, В.А. Лялина. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004.
- Инвестиции: учебник / колл. авт., под ред. Г.П. Подшиваленко. М.: Кнорус, 2008.

- Инвестиционная деятельность: учеб. пособие / под ред. Г.П. Подшиваленко и Н.В. Киселевой. 2-е изд. М.: Кнорус, 2006.
- Истомина Н.А.* Бюджет субъекта Федерации как инструмент регулирования социальной сферы региона // Региональная экономика: теория и практика. 2012. № 35. С. 57–62.
- Истомина Н.А.* Бюджет субъекта Федерации как инструмент регулирования развития экономики региона // Региональная экономика: теория и практика. 2012. № 40. С. 54–58.
- Истомина Н.А.* Бюджетирование, ориентированное на результат: специфика и проблемы реализации на различных стадиях бюджетного процесса // Финансовая аналитика. 2014. № 28. С. 28–35.
- Истомина Н.А.* Институциональные (субъектные) особенности процесса формирования (планирования) регионального бюджета // Финансы и кредит. 2012. № 48. С. 36–42.
- Истомина Н.А.* Конкуренция за бюджетные средства в концепции бюджетирования, ориентированного на результат // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 29. С. 41–47.
- Истомина Н.А.* О бюджетном перераспределении и его роли в социально-экономическом развитии регионов // Финансы и кредит. 2013. № 11. С. 12–19.
- Истомина Н.А.* Перераспределение бюджетных средств в системе бюджетирования, ориентированного на результат // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 27. С. 42–48.
- Истомина Н.А.* Признаки бюджета: содержание и особенности проявления на уровне бюджетов субъектов Федерации // Финансы и кредит. 2013. № 14. С. 22–29.
- Истомина Н.А., Долганова Ю.С.* Эволюция бюджетного законодательства РФ (на примере Бюджетного кодекса): характеристика изменений и их влияние на формирование региональных бюджетов // Известия Уральского государственного экономического университета. 2013. Т. 46. № 2. С. 56–62.
- Истомина Н.А., Пешина Э.В., Лыхина С.Ю.* Посткризисный опыт размещения облигационных займов в субъекте федерации (на примере Свердловской области) // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2013. № 22. С. 2–7.
- Истомина Н.А., Тэн С.И.* Национальная составляющая в региональной бюджетной политике и ее влияние на формирование регионального бюджета // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2013. № 8. С. 62–67.
- Килячков А.А., Чалдаева Л.А.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учебник. М.: Экономистъ, 2003.
- Колесников А.О., Семернина Ю.В.* Анализ тенденций развития российского фондового рынка // Экономический анализ: теория и практика. 2013. № 11. С. 32–43.

- Количественные методы в экономических исследованиях / под ред. М.В. Грачевой, Л.Н. Фадеевой, Ю.Н. Черемных. М: Юнити-Дана, 2004.
- Колтынюк Б.А. Инвестиции: учебник. СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 2003.
- Ломатидзе О.В., Львова М.И., Болотин А.В. и др. Базовый курс по рынку ценных бумаг: учеб. пособие. М.: Кнорус, 2010.
- Лукаsevич И.Я. Анализ финансовых операций. Методы, модели, техника вычислений. М.: Финансы; Юнити, 1998.
- Лукаsevич И.Я. Финансовый менеджмент: учебник. М.: Эксмо, 2010.
- Лялин В.А., Воробьев П.В. Рынок ценных бумаг. М.: Проспект, 2011.
- Маренков Н.Л. Ценные бумаги: учеб.-метод. пособие. 2-е изд. Ростов-н/Д: Феникс, 2005.
- Маренков Н.Л., Косаренко Н.Н. Рынок ценных бумаг в России: учеб. пособие. М.: Флинта, 2011.
- Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям. М.: Инфра-М, 1998.
- Международный финансовый рынок / под ред. В.А. Слепова, Е.А. Звоновой. М.: Магистр, 2007.
- Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002.
- Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. СПб.: Питер, 2007.
- Никифорова В.Д. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2010.
- Николаев М.А. Инвестиционная деятельность: учеб. пособие. М.: Финансы и статистика, 2009.
- Пенюгалова А.В., Окунь С.А. Диалектика понятий «финансовые инвестиции» и «спекуляции» на финансовом рынке // Финансы и кредит. 2014. № 23. С. 2–11.
- Пешина Э.В., Истомина Н.А., Лыхина С.Ю. Государственные займы как альтернативный источник финансовых ресурсов субъектов федерации: необходимость и возможность применения в современных условиях // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2013. № 17. С. 48–54.
- Подшиваленко Г.П. Инвестиции: учеб. пособие. М.: Кнорус, 2006.
- Пыркова Г.Х. Инвестиционная деятельность коммерческого банка. Казань: ИИЦ УДП РТ, 2011.
- Пыркова Г.Х. Теоретические аспекты формирования инвестиционной политики банка // Вектор науки Тольяттинского государственного университета. 2010. № 4. С. 285–287.
- Риммер М.И., Касатов А.Д., Матиенко Н.Н. Экономическая оценка инвестиций. СПб.: Питер, 2005.
- Российская экономика в 2013 году. Тенденции и перспективы. Вып. 35. М.: Институт Гайдара, 2014.
- Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
- Рынок ценных бумаг: учебник / под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2002.

- Рынок ценных бумаг: учебник / под. ред. Е.Ф. Жукова. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Юнити-Дана, 2009.
- Селищев А.С., Маховикова Г.А.* Рынок ценных бумаг. М.: Юрайт, 2012.
- Семернина Ю.В.* Анализ структуры российского рынка облигаций // Экономический анализ: теория и практика. 2012. № 5. С. 29–37.
- Семернина Ю.В.* Анализ эмиссионной активности участников рынка ценных бумаг в Саратовской области // Региональная экономика: теория и практика. 2010. № 42. С. 38–47.
- Семернина Ю.В.* Глобальные тенденции мирового рынка облигаций // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2012. № 1. С. 138–141.
- Семернина Ю.В.* Облигационное финансирование российских хозяйствующих субъектов: теория и методология. Саратов: СГСЭУ, 2012.
- Семернина Ю.В.* Принципы и особенности облигационного финансирования российских хозяйствующих субъектов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2012. № 27. С. 12–23.
- Семернина Ю.В.* Принципы облигационного финансирования российских хозяйствующих субъектов. Саратов: СГСЭУ, 2011.
- Семернина Ю.В.* Специфические особенности российского рынка облигаций // Финансы и кредит. 2012. № 8. С. 51–58.
- Семернина Ю.В., Байбеков И.Р.* Проблемы оценки кредитного качества эмитентов облигаций // Финансы и кредит. 2014. № 28. С. 21–31.
- Сребник Б.Н., Вилкова Т.Б.* Финансовые рынки: профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг: учеб. пособие. М.: Инфра-М, 2013.
- Стародубцева Е.Б.* Рынок ценных бумаг: учебник. М.: ИД «Форум», Инфра-М, 2006.
- Сулейманов М.М., Истомина Н.А.* Современные тенденции и проблемы развития межбюджетных отношений // Известия Уральского государственного экономического университета. 2012. Т. 39. № 1. С. 83–90.
- Сысоева Е.Ф.* Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. Воронеж: Воронежский государственный педагогический университет, 2013.
- Сысоева Е.Ф., Козлов Д.С.* Стратегические направления развития рынка финансовых инноваций в России // Известия Юго-Западного государственного университета. 2011. № 6 (39). Ч. I. С. 104–110.
- Фаббоци Ф.* Управление инвестициями [Текст] / Ф. Фаббоци / Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2000.
- Фаббоци Ф., Манн С.* Справочник по ценным бумагам с фиксированной процентной ставкой. 7-е изд.: в 2 т. Т. 1. Основы. М.: Вильямс, 2008.
- Фаббоци Ф.Дж.* Рынок облигаций: анализ и стратегии. 2-е изд., испр. и доп. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
- Федорова Е.А., Назарова Ю.Н.* Выявление факторов, влияющих на волатильность фондового рынка, с помощью коинтеграционного подхода // Экономический анализ: теория и практика. 2010. № 3. С. 17–24.
- Ценные бумаги: учебник / под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2001.

Шакирьянова А.И. К вопросу о модели секьюритизации ипотечных активов на основе краткосрочных долговых ценных бумаг // *Экономические науки.* 2013. № 9 (106). С. 65–68.

Шапкин А.С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. М.: Дашков и К°, 2005.

Шарп У., Александр Г., Бейли Дж. Инвестиции. М.: Инфра-М, 1998.

Шаш Н.Н. Инструментарий оценки эффективности государственных программ // *Вопросы государственного и муниципального управления.* 2013. № 3. С. 48–69.

Шаш Н.Н. Повышение эффективности управления государственными программами: федеральный и региональный аспекты // *Вестник Удмуртского университета.* 2014. № 4. С.116–123.

Шаш Н.Н. Проблемы перехода на программный бюджет: новые вызовы бюджетной политики России // *Финансы и кредит.* 2014. № 14 (590). С. 2–10.

Шаш Н.Н. Проблемы разработки и финансового обеспечения государственных программ // *Финансы.* 2015. № 1. С. 19–25.

Шаш Н.Н. Управление эффективностью государственных программ: методологические основы разработки программного бюджета // *Управленец.* 2015. № 1. С. 4–15.

Шаш Н.Н., Афанасьев Я.М. Государственные долговые обязательства в системе финансирования государственного долга // *Вектор науки Тольятинского государственного университета. Сер.: Экономика и управление.* 2014. № 2. С. 58–61.

Шаш Н.Н., Бородин А.И. Приоритеты бюджетной политики России и бюджетные проблемы регионов // *Вестник Удмуртского университета.* 2014. № 2-1. С. 160–164.

Щербаков А.А. Методологические принципы и условия выпуска субфедеральных облигаций // *Управленец.* 2015. № 1. С. 16–21.

Щербаков А.А. Особенности российского рынка субфедеральных облигаций // *Известия УрГЭУ.* 2015. № 2. С. 57–66.

Щербаков А.А. Проблемы облигационного финансирования в региональном разрезе (на примере Саратовской области) // *Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета.* — 2014. № 4 (53). С. 102–106

Щербаков А.А. Специфические особенности субфедеральных облигаций как финансовых инструментов // *Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета.* 2014. № 5. С. 133–137.

Щербаков А.А. Экономическая сущность и классификация субфедеральных облигаций // *Финансовая аналитика: проблемы и решения.* 2014. № 39. С. 55–68.

Якунина А.В., Семернина Ю.В. К вопросу о классификации облигаций // *Финансы и кредит.* 2012. № 48. С. 2–12.

Якунина А.В., Семернина Ю.В. Особенности облигации как финансового инструмента: теоретический анализ // Экономический анализ: теория и практика. 2012. № 39. С. 2–13.

Якунина А.В., Семернина Ю.В. Риски облигационного финансирования // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2012. № 36. С. 2–13.

Электронные ресурсы

Андреева Д., Табах А. Эпопея на рынке субфедерального долга: продолжение следует. URL: <http://www.hse.ru/data/2014/08/19/1314407833/Subfed%20debt%2048-51.pdf> (дата обращения: 10.10.2014).

Вайсберг В., Ермак А. Субфедеральные займы: вперед в прошлое. URL: http://www.region.ru/o-gruppe/press-tsentr/region-v-smi/CBRew_11-2013.pdf (дата обращения: 02.07.2014).

Глазков С.Л. Особенности рынка субфедеральных и муниципальных облигаций Российской Федерации. URL: http://www.cfin.ru/finmarket/municipal_bonds.shtml (дата обращения: 02.12.2014).

Кривонос Ю.Е. Рынок ценных бумаг: конспект лекций. Таганрог: ТТИ ЮФУ, 2007. URL: <http://www.aup.ru/books/m241> (дата обращения: 12.07.2014).

Официальный сайт Владивостокского государственного университета экономики и сервиса. URL: <http://www.vvsu.ru/> (дата обращения: 12.07.2014).

Официальный сайт газеты «Ведомости». URL: <http://www.vedomosti.ru> (дата обращения: 19.12.2014).

Официальный сайт газеты «Коммерсантъ». URL: <http://www.kommersant.ru> (дата обращения: 15.12.2014).

Официальный сайт газеты «Российская газета». URL: http://img.rg.ru/pril/30/16/93/688_3.gif (дата обращения: 11.12.2014).

Официальный сайт губернатора и правительства Белгородской области. URL: <http://www.belregion.ru> (дата обращения: 16.09.2014).

Официальный сайт Департамента финансов и бюджетной политики Белгородской области. URL: <http://beldefin.ru> (дата обращения: 16.09.2014).

Официальный сайт журнала «Общественное мнение». URL: <http://old.om-saratov.ru> (дата обращения: 13.12.2014).

Официальный сайт ЗАО «АРКА Текнолоджиз». URL: <http://www.quik.ru> (дата обращения: 19.12.2014).

Официальный сайт ЗАО «ТРИНФИКО». URL: <http://www.trinfico.ru> (дата обращения: 29.09.2014).

Официальный сайт ЗАО «УК «Норд-Вест Капитал». URL: <http://adinvest.ru> (дата обращения: 01.07.2014).

Официальный сайт интернет-проекта информационного агентства «Финмаркет» *RusBonds*. URL: <http://www.rusbonds.ru> (дата обращения: 01.10.2014).

Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации. URL: <http://www.minfin.ru> (дата обращения: 17.12.2014).

Официальный сайт ОАО «Брокерский Дом «ЮНИТИ ТРАСТ». URL: <http://www.untr.ru> (дата обращения: 02.07.2014).

Официальный сайт ОАО «Всероссийский банк развития регионов». URL: <http://www.vbrr.ru/corporate/financing/HIA> (дата обращения: 30.06.2014).

Официальный сайт ОАО «Всероссийский банк развития регионов». URL: <http://www.vbrr.ru> (дата обращения: 18.12.2014).

Официальный сайт ОАО «Московская Биржа ММВБ-ПТС». URL: <http://moex.com> (дата обращения: 29.09.2014).

Официальный сайт ОАО «Московская Биржа ММВБ-ПТС». URL: <http://www.micex.ru> (дата обращения: 29.09.2014).

Официальный сайт общероссийской саморегулируемой организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка» (НАУФОР). URL: <http://naufor.ru> (дата обращения: 18.12.2014).

Официальный сайт ООО «Доходный дом инвестора». URL: <http://ddinvest.ru> (дата обращения: 19.12.2014).

Официальный сайт ООО «Сбондс.ру». URL: <http://ru.cbonds.info> (дата обращения: 01.08.2014).

Официальный сайт ООО «УРАЛСИБ Кэпитал». URL: <http://www.uralsibcap.ru> (дата обращения: 02.07.2014).

Официальный сайт Правительства Саратовской области. URL: http://www.saratov.gov.ru/budget/Doc_Zak/ (дата обращения: 16.12.2014).

Официальный сайт рейтингового агентства «Эксперт РА». URL: <http://www.raexpert.ru> (дата обращения: 18.12.2014).

Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации (Банка России). URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 24.12.2014).

Литература на иностранном языке

Bekaert B.G., Harvey G.B. Time-Varying World Market Integration // Journal of Finance. 1995. Vol. 50. № 2 (June). P. 403–444.

Bhang S. The Response of the Indian Stock Market to the Movement of Asia's Emerging Markets: From Isolation Toward Integration // Global Economic. 2003. Rev. 32. № 2 (June). P. 43–58.

Cochrane J.H. Asset pricing. Princeton: Princeton University Press, 2001.

Darrat A.F., Elkhail K., Hakim S.R. On the Integration of Emerging Stock Markets in the Middle East // Journal of Economic Development. 2000. Vol. 25. № 2 (December). P. 119–129.

Gilmore C.G., McManus G.M. International Portfolio Diversification: U.S. and Central European Equity Markets // Emerging Markets Review. 2002. Vol. 3. № 1 (March). P. 69–83.

Hatemi J.A., Maneschiöld P.-O., Rocca E. Is the Swedish Stock Market Becoming More Integrated with Those of Germany and France? // Working Paper University of Skövde. Sweden, 2005.

Reilly F.K., Brown K.C. Investment Analysis and Portfolio Management. Dryden, 2000.

Korajczyk R.A. A Measure of Stock Market Integration for Developed and Emerging Markets // World Bank Economic Review. 1996. Rev. 10. № 2 (May). P. 267–289.

Maneschiöld P.-O. International Diversification Benefits Between U.S., Turkish, and Egyptian Stock Markets // Review of Middle East Economics and Finance. 2005. № 2 (August). P. 115–133.

Markowitz H.M. Portfolio selection: efficient diversification of investments. New York: John Wiley & Sons, 1959.

Seabra F. A Cointegration Analysis Between Mercosur and International Stock Markets // Applied Economics Letters. 2001. Vol. 8. № 7 (July). P. 475–478.

Sharpe W.F. Portfolio Theory and Capital Markets. New York: McGraw-Hill, 1970.

Sortino F., Satchell S. Managing downside risk in financial markets. New York: Butterworth-Heinemann, 2001.

Sornette D. Why stock markets crash. Princeton: Princeton University Press, 2002.

Ramey G., Ramey V.A. Cross-Country Evidence on the link Between Volatility and Growth // American Economic Review. 1995. Vol. 85. P. 1138–1151.

Приложения

Приложение 1

Выпуски субфедеральных облигаций по состоянию на 1 января 2004 г.

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Начало размещения	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.
<i>Дальневосточный федеральный округ</i>				
Республика Саха (Якутия)	Саха Респ-25002-об	30.10.2002	27.04.2004	470 000 000
	Саха Респ-25004-1т-об	18.12.2003	16.03.2006	1 000 000 000
	Саха Респ-25003-об	26.06.2003	17.06.2008	800 000 000
Хабаровский край	Хабаровский Край-25002-об	10.12.2002	10.12.2004	96 400 000
	Хабаровский Край-25004-об	27.08.2003	27.08.2005	300 000 000
	Хабаровский Край-25003-об	10.12.2002	10.12.2005	96 400 000
Сахалинская область	Сахалинская Обл-22001-об	08.05.2003	06.05.2004	100 000 000
Итого				2 862 800 000
<i>Крымский федеральный округ</i>				
Итого				0
<i>Приволжский федеральный округ</i>				
Республика Башкортостан	Башкортостан Респ-25003-об	12.09.2002	11.03.2004	500 000 000
Республика Чувашия	Чувашия Респ-2002ЖЗ-об	01.07.2002	01.07.2004	71 000 000
	Чувашия Респ-2002РЗ-об	01.07.2002	01.07.2004	110 000 000
	Чувашия Респ-24002-об	12.08.2003	12.08.2005	285 000 000
Самарская область	Самарская Обл-25001-1т-об	08.07.2003	04.07.2006	1 185 000 000
Итого				2 151 000 000
<i>Северо-Западный федеральный округ</i>				
Республика Карелия	Карелия Респ-25002-об	18.04.2002	15.04.2004	150 000 000
	Карелия Респ-25003-об	20.11.2002	17.11.2004	30 000 000
	Карелия Респ-25005-об	20.11.2003	17.11.2005	100 000 000
	Карелия Респ-25004-об	24.04.2003	20.04.2006	150 000 000
Республика Коми	Коми Респ-24004-об	18.12.2001	18.11.2004	400 000 000
	Коми Респ-24005-об	24.12.2002	24.12.2007	500 000 000
	Коми Респ-24006-об	14.10.2003	14.10.2010	700 000 000
Вологодская область	Вологодская Обл-25001-об	18.12.2003	23.12.2004	200 000 000
Ленинградская область	Ленинградская Обл-25001-об	20.12.2001	20.12.2004	400 000 000
	Ленинградская Обл-26001-об	17.12.2003	08.12.2010	800 000 000

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Начало размещения	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.
Мурманская область	Мурманская Обл-25001-об	14.11.2002	11.11.2004	250 000 000
	Мурманская Обл-25002-об	06.11.2003	03.11.2005	200 000 000
г. Санкт-Петербург	СПетербург-24008-об	22.12.1999	11.02.2004	150 000 000
	СПетербург-24005-об	08.12.1999	03.03.2004	150 000 000
	СПетербург-24006-об	15.12.1999	10.03.2004	150 000 000
	СПетербург-24009-об	15.03.2000	14.04.2004	200 000 000
	СПетербург-25008-об	26.04.2000	21.04.2004	350 000 000
	СПетербург-25012-об	22.11.2000	02.06.2004	200 000 000
	СПетербург-25016-об	13.06.2001	09.06.2004	200 000 000
	СПетербург-25013-об	06.12.2000	16.06.2004	300 000 000
	СПетербург-21043-об	29.12.2003	18.08.2004	1 000 000 000
	СПетербург-25021-об	12.09.2001	08.09.2004	300 000 000
	СПетербург-25014-об	07.03.2001	22.09.2004	250 000 000
	СПетербург-25006-об	19.04.2000	06.10.2004	350 000 000
	СПетербург-24004-об	01.12.1999	24.11.2004	150 000 000
	СПетербург-25025-об	21.11.2001	22.12.2004	300 000 000
	СПетербург-25017-об	04.07.2001	23.02.2005	260 000 000
	СПетербург-25019-об	08.08.2001	23.03.2005	300 000 000
	СПетербург-25023-об	24.10.2001	13.04.2005	300 000 000
	СПетербург-25015-об	10.05.2001	11.05.2005	250 000 000
	СПетербург-25037-об	05.11.2003	18.05.2005	2 000 000 000
	СПетербург-24010-об	14.06.2000	08.06.2005	150 000 000
	СПетербург-27001-об	22.12.1999	15.06.2005	300 000 000
	СПетербург-25020-об	22.08.2001	22.06.2005	300 000 000
	СПетербург-25022-об	10.10.2001	13.07.2005	300 000 000
	СПетербург-25018-об	25.07.2001	17.08.2005	250 000 000
	СПетербург-24012-об	01.11.2000	31.08.2005	150 000 000
	СПетербург-25024-об	14.11.2001	05.10.2005	300 000 000
	СПетербург-25031-об	10.04.2002	16.11.2005	350 000 000
	СПетербург-25028-об	19.12.2001	01.02.2006	350 000 000
	СПетербург-25032-об	15.05.2002	10.05.2006	350 000 000
	СПетербург-25030-об	13.03.2002	13.09.2006	350 000 000
СПетербург-25034-об	17.07.2002	11.10.2006	350 000 000	
СПетербург-25036-об	03.09.2003	11.10.2006	3 000 000 000	

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Начало размещения	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.
	СПетербург-25035-об	14.08.2002	11.04.2007	500 000 000
	СПетербург-25033-об	26.06.2002	13.06.2007	350 000 000
	СПетербург-26004-об	25.12.2002	18.06.2008	1 000 000 000
	СПетербург-26003-об	04.12.2002	26.11.2008	800 000 000
	СПетербург-26001-об	11.09.2002	02.09.2009	600 000 000
	СПетербург-26005-об	18.06.2003	14.07.2010	2 000 000 000
	СПетербург-26002-об	09.10.2002	28.09.2011	800 000 000
Итого				23 590 000 000
Северо-Кавказский федеральный округ				
Итого				0
Сибирский федеральный округ				
Красноярский край	Красноярский Край-25001-об	03.12.2003	08.12.2005	1 500 000 000
Иркутская область	Иркутская Обл-21005-об	25.06.2003	15.04.2004	100 000 000
	Иркутская Обл-21006-об	15.12.2003	14.05.2004	25 000 000
	Иркутская Обл-25004-об	15.08.2003	18.08.2004	1 000 00 000
	Иркутская Обл-25005-об	21.08.2003	21.10.2004	100 000 000
	Иркутская Обл-25006-об	17.11.2003	16.11.2004	100 000 000
	Иркутская Обл-25002(0)-об	06.12.2002	05.12.2004	10 000 000
	Иркутская Обл-25003(0)-об	06.12.2002	05.12.2005	84 000 000
Новосибирская область	Новосибирская Обл-25011-об	12.08.2003	27.07.2006	1 500 000 000
Томская область	Томская Обл-25013-об	26.12.2003	26.12.2004	4 000 000
	Томская Обл-25014-об	26.12.2003	26.12.2004	16 000 000
	Томская Обл-25015-об	26.12.2003	26.12.2004	20 000 000
	Томская Обл-25012-об	11.12.2003	11.06.2005	60 000 000
	Томская Обл-25011-об	19.11.2003	19.11.2005	400 000 000
Итого				4 019 000 000
Уральский федеральный округ				
Ханты-Мансийский автономный округ	ХМАО-Югра-24004-об	24.12.2002	08.12.2005	1 000 000 000
	ХМАО-Югра-24001-об	27.12.2002	27.12.2005	60 000 000
	ХМАО-Югра-24002-об	27.12.2002	27.12.2005	140 000 000
	ХМАО-Югра-24003-об	27.12.2002	27.12.2005	130 000 000
	ХМАО-Югра-25005-об	29.05.2003	27.05.2008	3 000 000 000

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Начало размещения	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.
Ямало-Ненецкий автономный округ	ЯНАО-24001-об	05.08.2003	03.08.2008	1 800 000 000
Итого				6 130 000 000
Центральный федеральный округ				
Белгородская область	Белгородская Обл-25003-об	20.12.2002	20.12.2005	300 000 000
	Белгородская Обл-24001-об	29.04.2003	29.04.2008	320 000 000
Костромская область	Костромская Обл-25003-об	24.12.2003	23.06.2005	300 000 000
Московская область	Московская Обл-25001-об	19.11.2002	19.05.2004	1 900 000 000
	Московская Обл-25002-об	10.12.2002	10.06.2005	1 000 000 000
	Московская Обл-25003-об	19.08.2003	19.08.2007	4 000 000 000
Тверская область	Тверская Обл-25002-об	27.11.2003	23.11.2006	1 000 000 000
Ярославская область	Ярославская Обл-25001-об	29.10.2003	28.10.2004	500 000 000
г. Москва	Москва-25025-об	27.09.2002	27.03.2004	4 000 000 000
	Москва-25003-сбероб	15.08.2003	15.08.2004	1 000 000 000
	Москва-25030-об	13.08.2003	13.11.2004	4 000 000 000
	Москва-25004-сбероб	24.11.2003	24.02.2005	1 000 000 000
	Москва-25026-об	11.12.2002	11.03.2005	4 000 000 000
	Москва-25033-об	27.08.2003	27.05.2005	4 000 000 000
	Москва-25034-об	28.11.2003	28.08.2005	4 000 000 000
	Москва-25024-об	02.09.2002	02.09.2005	3 000 000 000
	Москва-25028-об	25.12.2002	25.12.2005	3 000 000 000
	Москва-25032-об	25.08.2003	25.05.2006	4 000 000 000
	Москва-25035-об	18.12.2003	18.06.2006	4 000 000 000
	Москва-25037-об	23.12.2003	23.09.2006	4 000 000 000
	Москва-25027-об	20.12.2002	20.12.2006	4 000 000 000
	Москва-25031-об	20.08.2003	20.05.2007	5 000 000 000
	Москва-25029-об	05.06.2003	05.06.2008	5 000 000 000
	Москва-25036-об	16.12.2003	16.12.2008	4 000 000 000
Москва-26038-об	26.12.2003	26.12.2010	5 000 000 000	
Итого				72 320 000 000

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Начало размещения	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.
<i>Южный федеральный округ</i>				
Волгоградская область	ВолгоградОбл-25002-об	16.10.2003	13.10.2005	100 000 000
	ВолгоградОбл-25001-об	22.05.2003	18.05.2006	400 000 000
Итого				50 000 0000

Источник: Составлено авторами на основе данных: Интернет-проект информационного агентства «Финмаркет» *RusBonds*. URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pvt=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&errep=&bemis=&emis=&bstav=&estav=&bcvol=&ecvol=#rslt (дата обращения: 01.10.2014).

Выпуски субфедеральных облигаций по состоянию на 30 июня 2014 г.

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Начало размещения	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.
<i>Дальневосточный федеральный округ</i>				
Республика Саха (Якутия)	Саха Респ-35003-об	20.05.2011	20.05.2016	2 500 000 000
	Саха Респ-35004-об	17.05.2012	17.05.2017	2 500 000 000
	Саха Респ-35005-об	24.04.2013	24.04.2018	2 500 000 000
Итого				7 500 000 000
<i>Крымский федеральный округ</i>				
Итого				0
<i>Приволжский федеральный округ</i>				
Республика Башкортостан	Башкортостан Респ-34007-об	04.12.2012	29.11.2016	3 000 000 000
	Башкортостан Респ-34008-об	27.09.2013	18.09.2020	5 000 000 000
Республика Марий Эл	Марий Эл-34006-об	04.10.2012	04.10.2015	1 500 000 000
	Марий Эл-34007-об	28.05.2014	07.07.2018	2 000 000 000
Республика Мордовия	Мордовия Респ-34001-об	28.10.2013	22.10.2018	3 000 000 000
Республика Удмуртия	Удмуртская Респ-34004-об	25.11.2010	25.11.2015	2 000 000 000
	Удмуртская Респ-34005-об	01.12.2011	24.11.2016	2 000 000 000
	Удмуртская Респ-34006-об	11.12.2012	05.12.2017	2 500 000 000
	Удмуртская Респ-35001-об	10.10.2013	01.10.2020	2 000 000 000
Республика Чувашия	Чувашия Респ-34009-об	18.07.2012	19.07.2015	1 500 000 000
	Чувашия Респ-34010-об	07.06.2013	07.06.2018	1 500 000 000
Нижегородская область	НижегородОбл-34006-об	07.10.2010	07.10.2015	5 000 000 000
	НижегородОбл-34007-об	17.11.2011	16.11.2016	8 000 000 000
	НижегородОбл-34008-об	29.08.2012	29.08.2017	8 000 000 000
	НижегородОбл-34009-об	26.08.2013	26.08.2020	10 000 000 000
Оренбургская область	ОренбургОбласть-34001-об	20.12.2012	14.12.2017	4 000 000 000
	ОренбургОбласть-35001-об	26.06.2013	19.06.2019	5 000 000 000
	ОренбургОбласть-2-35002-об	23.06.2014	14.06.2021	6 000 000 000
Самарская область	Самарская Обл-35007-об	08.06.2011	30.11.2016	12 200 000 000
	Самарская Обл-35008-об	20.06.2012	13.12.2017	15 000 000 000
	Самарская Обл-35009-об	09.08.2013	31.07.2020	8 300 000 000
Итого				107 500 000 000

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Начало размещения	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.
Северо-Западный федеральный округ				
Республика Карелия	Карелия Респ-34013-об	24.06.2010	18.06.2015	2 000 000 000
	Карелия Респ-34014-об	02.12.2011	30.11.2016	1 000 000 000
	Карелия Респ-34015-об	23.10.2012	22.10.2017	1 500 000 000
	Карелия Респ-34016-об	31.07.2013	29.01.2019	2 000 000 000
Республика Коми	Коми Респ-34009-об	19.10.2010	18.10.2014	2 100 000 000
	Коми Респ-35008-об	05.12.2005	03.12.2015	1 000 000 000
	Коми Респ-32010-об	15.12.2011	15.12.2016	2 100 000 000
	Коми Респ-35011-об	05.06.2014	27.11.2019	10 100 000 000
Вологодская область	Вологодская Обл-34002-об	21.12.2011	14.12.2016	2 510 000 000
	Вологодская Обл-34003-об	11.12.2012	05.12.2017	4 600 000 000
Ленинградская область	Ленинградская Обл-26002-об	17.12.2004	05.12.2014	1 300 000 000
г. Санкт-Петербург	СПетербург-26006-об	18.08.2004	06.08.2014	5 000 000 000
	СПетербург-25038-об	25.11.2010	19.11.2015	10 000 000 000
	СПетербург-25039-об	06.12.2012	01.06.2017	7 000 000 000
Итого				52 210 000 000
Северо-Кавказский федеральный округ				
Ставропольский край	Ставрополь Край-34001-об	18.12.2012	12.12.2017	5 000 000 000
	Ставрополь Край-34002-об	06.11.2013	04.11.2020	5 000 000 000
Итого				10 000 000 000
Сибирский федеральный округ				
Республика Хакасия	Хакасия Респ-34002-об	09.08.2012	09.08.2015	2 000 000 000
	Хакасия Респ-35003-об	29.10.2013	27.10.2020	3 000 000 000
Красноярский край	Красноярский Край-34005-об	06.12.2011	29.11.2016	9 000 000 000
	Красноярский Край-34006-об	25.10.2012	19.10.2017	16 910 000 000
	Красноярский Край-34008-об	26.05.2014	08.07.2018	10 000 000 000
	Красноярский Край-34007-об	25.09.2013	19.09.2018	11 000 000 000
Кемеровская область	Кемеровская Обл-34001-об	29.11.2013	28.11.2018	1 000 000 000
Новосибирская область	Новосибирская Обл-34015-об	31.10.2013	30.10.2018	5 000 000 000
Омская область	Омская Обл-2-34001-об	15.10.2013	14.10.2016	5 000 000 000

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Начало размещения	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.
Томская область	Томская Обл-25042-об	16.09.2011	31.08.2014	200 000 000
	Томская Обл-25043-об	10.12.2012	29.11.2014	300 000 000
	Томская Обл-25044-об	10.12.2012	24.11.2015	200 000 000
	Томская Обл-25046-об	10.12.2013	24.11.2015	200 000 000
	Томская Обл-34045-об	20.12.2012	19.12.2017	5 000 000 000
	Томская Обл-34048-об	24.12.2013	18.12.2018	5 000 000 000
Итого				73 810 000 000
Уральский федеральный округ				
Свердловская область	СвердловскОбл-34001-об	13.12.2011	11.12.2016	3 000 000 000
	СвердловскОбл-34002-об	05.12.2012	04.12.2017	3 000 000 000
Итого				6 000 000 000
Центральный федеральный округ				
Белгородская область	Белгородская Обл-34006-об	14.08.2012	08.08.2017	5 000 000 000
	Белгородская Обл-35007-об	06.08.2013	28.07.2020	3 500 000 000
	Белгородская Обл-35008-об	30.06.2014	21.06.2021	5 000 000 000
Воронежская область	Воронежская Обл-34005-об	18.12.2012	17.12.2017	5 000 000 000
	Воронежская Обл-34006-об	24.10.2013	23.10.2018	5 000 000 000
Калужская область	Калужская Обл-34005-об	26.05.2011	19.05.2016	2 500 000 000
Костромская область	Костромская Обл-34006-об	24.11.2011	17.11.2016	4 000 000 000
	Воронежская Обл-34005-об	18.12.2012	17.12.2017	5 000 000 000
Липецкая область	Липецкая Обл-34007-об	01.06.2012	26.05.2017	2 500 000 000
	Липецкая Обл-34009-об	10.06.2014	04.06.2019	5 000 000 000
	Липецкая Обл-35008-об	26.04.2013	17.04.2020	3 000 000 000
Рязанская область	РязанОбл-34001-об	02.12.2010	27.11.2014	2 100 000 000
	Липецкая Обл-34007-об	01.06.2012	26.05.2017	2 500 000 000
Смоленская область	Смоленская Обл-34001-об	21.10.2013	20.10.2018	3 000 000 000
Тверская область	Тверская Обл-34007-об	21.12.2010	15.12.2015	3 000 000 000
	Тверская Обл-34008-об	24.12.2012	18.12.2017	3 000 000 000
	Тверская Обл-34009-об	28.11.2013	22.11.2018	3 000 000 000
Тульская область	Тульская Обл-34002-об	25.09.2012	25.09.2015	5 000 000 000
	Тверская Обл-34007-об	21.12.2010	15.12.2015	3 000 000 000
Ярославская область	Ярославская Обл-34011-об	24.08.2012	21.08.2015	3 000 000 000
	Тульская Обл-34002-об	25.09.2012	25.09.2015	5 000 000 000

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Начало размещения	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.
г. Москва	Москва-27039-об	21.07.2004	21.07.2014	10 000 000 000
	Москва-32055-об	15.09.2008	15.09.2014	15 000 000 000
	Москва-32044-об	24.06.2005	24.06.2015	20 000 000 000
	Москва-32064-об	16.11.2009	16.11.2015	40 000 000 000
	Москва-25067-об	05.06.2013	01.06.2016	40 000 000 000
	Москва-32056-об	22.09.2008	22.09.2016	20 000 000 000
	Москва-25071-об	17.12.2013	13.06.2017	40 000 000 000
	Москва-32049-об	14.12.2006	14.06.2017	25 000 000 000
	Москва-32065-об	18.11.2009	18.11.2017	40 000 000 000
	Москва-25068-об	03.10.2013	27.09.2018	40 000 000 000
	Москва-27066-об	23.11.2009	23.11.2018	30 000 000 000
	Москва-26070-об	10.12.2013	04.06.2019	40 000 000 000
	Москва-32057-об	29.09.2008	29.09.2019	30 000 000 000
	Москва-26069-об	26.11.2013	18.05.2021	40 000 000 000
Итого				539 100 000 000
Южный федеральный округ				
Краснодарский край	КраснодарКрай-34003-об	28.09.2010	27.09.2014	4 000 000 000
	КраснодарКрай-34004-об	15.11.2012	09.11.2017	12 000 000 000
Волгоградская область	ВолгоградОбл-34005-об	11.05.2011	04.05.2016	3 000 000 000
	ВолгоградОбл-35002-об	04.05.2012	28.05.2017	5 000 000 000
	ВолгоградОбл-35003-об	21.05.2013	14.06.2018	5 000 000 000
	ВолгоградОбл-35004-об	08.10.2013	01.11.2018	2 000 000 000
	ВолгоградОбл-35005-об	19.06.2014	13.07.2019	5 000 000 000
Итого				36 000 000

Источник: Составлено авторами на основе данных: Интернет-проект информационного агентства «Финмаркет» *RusBonds*. URL: http://www.rusbonds.ru/srch_simple.asp?go=1&nick=&emit=0&sec=3&status=&cat=0&per=0&rate=0&ctype=0&pvt=0&grnt=0&conv=0&amm=0&bpog=&epog=&brazm=&erazm=&bvip=&evip=&brep=&erep=&bemis=&ee mis=&bstav=&estav=&bevol=&ecvol=#rslt (дата обращения: 15.10.2014).

**Субъекты Российской Федерации, облигации которых представлены
на Московской бирже по состоянию на 30 июня 2014 г.**

Федеральный округ	Субъект Российской Федерации	Количество выпусков облигаций	Совокупный номинальный объем выпусков, руб.
Дальневосточный федеральный округ	Республика Саха (Якутия)	3	7 500 000 000
	Камчатский край	0	0
	Приморский край	0	0
	Хабаровский край	0	0
	Амурская область	0	0
	Магаданская область	0	0
	Сахалинская область	0	0
	Еврейская автономная область	0	0
	Чукотский автономный округ	0	0
Итого		3	7 500 000 000
Крымский федеральный округ	Республика Крым	0	0
	г. Севастополь	0	0
Итого		0	0
Приволжский федеральный округ	Республика Башкортостан	2	8 000 000 000
	Республика Марий Эл	2	3 500 000 000
	Республика Мордовия	1	3 000 000 000
	Республика Татарстан	0	0
	Республика Удмуртия	4	8 500 000 000
	Республика Чувашия	2	3 000 000 000
	Пермский край	0	0
	Кировская область	0	0
	Нижегородская область	4	31 000 000 000
	Оренбургская область	3	15 000 000 000
	Пензенская область	0	0
	Самарская область	3	35 500 000 000
	Саратовская область	0	0
	Ульяновская область	0	0
Итого		21	107 500 000 000
Северо-Западный федеральный округ	Республика Карелия	4	6 500 000 000
	Республика Коми	4	15 300 000 000
	Архангельская область	0	0
	Вологодская область	2	7 110 000 000
	Калининградская область	0	0

Федеральный округ	Субъект Российской Федерации	Количество выпусков облигаций	Совокупный номинальный объем выпусков, руб.
	Ленинградская область	1	1 300 000 000
	Мурманская область	0	0
	Новгородская область	0	0
	Псковская область	0	0
	г. Санкт-Петербург	3	22 000 000 000
	Ненецкий автономный округ	0	0
Итого		14	52 210 000 000
Северо-Кавказский федеральный округ	Республика Дагестан	0	0
	Республика Ингушетия	0	0
	Кабардино-Балкарская Республика	0	0
	Карачаево-Черкесская Республика	0	0
	Республика Северная Осетия	0	0
	Чеченская Республика	0	0
	Ставропольский край	2	10 000 000 000
Итого		2	10 000 000 000
Сибирский федеральный округ	Республика Алтай	0	0
	Республика Бурятия	0	0
	Республика Тыва	0	0
	Республика Хакасия	2	5 000 000 000
	Алтайский край	0	0
	Забайкальский край	0	0
	Красноярский край	4	46 910 000 000
	Иркутская область	0	0
	Кемеровская область	1	1 000 000 000
	Новосибирская область	1	5 000 000 000
	Омская область	1	5 000 000 000
	Томская область	6	10 900 000 000
Итого		15	73 810 000 000
Уральский федеральный округ	Курганская область	0	0
	Свердловская область	2	6 000 000 000
	Тюменская область	0	0
	Челябинская область	0	0
	Ханты-Мансийский автономный округ	0	0
	Ямало-Ненецкий автономный округ	0	0
Итого		2	6 000 000 000

Федеральный округ	Субъект Российской Федерации	Количество выпусков облигаций	Совокупный номинальный объем выпусков, руб.
Центральный федеральный округ	Белгородская область	3	13 500 000 000
	Брянская область	0	0
	Владимирская область	0	0
	Воронежская область	2	10 000 000 000
	Ивановская область	0	0
	Калужская область	1	2 500 000 000
	Костромская область	2	8 000 000 000
	Курская область	0	0
	Липецкая область	3	10 500 000 000
	Московская область	0	0
	Орловская область	0	0
	Рязанская область	2	4 600 000 000
	Смоленская область	1	3 000 000 000
	Тамбовская область	0	0
	Тверская область	3	9 000 000 000
	Тульская область	2	10 000 000 000
	Ярославская область	2	8 000 000 000
	г. Москва	15	460 000 000 000
Итого		36	539 100 000 000
Южный федеральный округ	Республика Адыгея	0	0
	Республика Калмыкия	0	0
	Краснодарский край	2	16 000 000 000
	Астраханская область	0	0
	Волгоградская область	5	20 000 000 000
	Ростовская область	0	0
Итого		7	36 000 000 000
Итого по всем федеральным округам		100	832 120 000 000

Источник: Составлено авторами на основе данных: ОАО «Московская Биржа ММВБ-РТС». URL: http://www.micex.ru/file/bulletin/141723/Market_300614.pdf (дата обращения: 04.12.2014).

**Выпуски субфедеральных облигаций, представленные на Московской бирже
и входящие в Ломбардный список Банка России,
по состоянию на 30 июня 2014 г.**

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.	Вхождение в Ломбардный список Банка России
<i>Дальневосточный федеральный округ</i>				
Республика Саха (Якутия)	Саха Респ-35003-об	20.05.2016	2 500 000 000	Да
	Саха Респ-35004-об	17.05.2017	2 500 000 000	Да
	Саха Респ-35005-об	24.04.2018	2 500 000 000	Да
<i>Итого</i>				3
<i>Крымский федеральный округ</i>				
<i>Итого</i>				0
<i>Приволжский федеральный округ</i>				
Республика Башкортостан	Башкортостан Респ-34007-об	29.11.2016	3 000 000 000	Да
	Башкортостан Респ-34008-об	18.09.2020	5 000 000 000	Да
Республика Марий Эл	Марий Эл-34006-об	04.10.2015	1 500 000 000	Да
	Марий Эл-34007-об	07.07.2018	2 000 000 000	Нет
Республика Мордовия	Мордовия Респ-34001-об	22.10.2018	3 000 000 000	Да
Республика Удмуртия	Удмуртская Респ-34004-об	25.11.2015	2 000 000 000	Да
	Удмуртская Респ-34005-об	24.11.2016	2 000 000 000	Да
	Удмуртская Респ-34006-об	05.12.2017	2 500 000 000	Да
	Удмуртская Респ-35001-об	01.10.2020	2 000 000 000	Да
Республика Чувашия	Чувашия Респ-34009-об	19.07.2015	1 500 000 000	Да
	Чувашия Респ-34010-об	07.06.2018	1 500 000 000	Нет
Нижегородская область	НижегородОбл-34006-об	07.10.2015	5 000 000 000	Да
	НижегородОбл-34007-об	16.11.2016	8 000 000 000	Да
	НижегородОбл-34008-об	29.08.2017	8 000 000 000	Да
	НижегородОбл-34009-об	26.08.2020	10 000 000 000	Да
Оренбургская область	ОренбургОбласть-34001-об	14.12.2017	4 000 000 000	Да
	ОренбургОбласть-35001-об	19.06.2019	5 000 000 000	Да
	ОренбурОбласть-2-35002-об	14.06.2021	6 000 000 000	Нет
Самарская область	Самарская Обл-35007-об	30.11.2016	12 200 000 000	Да
	Самарская Обл-35008-об	13.12.2017	15 000 000 000	Да
	Самарская Обл-35009-об	31.07.2020	8 300 000 000	Да
<i>Итого</i>				18

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.	Вхождение в Ломбардный список Банка России
Северо-Западный федеральный округ				
Республика Карелия	Карелия Респ-34013-об	18.06.2015	2 000 000 000	Да
	Карелия Респ-34014-об	30.11.2016	1 000 000 000	Да
	Карелия Респ-34015-об	22.10.2017	1 500 000 000	Да
	Карелия Респ-34016-об	29.01.2019	2 000 000 000	Да
Республика Коми	Коми Респ-34009-об	18.10.2014	2 100 000 000	Да
	Коми Респ-35008-об	03.12.2015	1 000 000 000	Да
	Коми Респ-32010-об	15.12.2016	2 100 000 000	Да
	Коми Респ-35011-об	27.11.2019	10 100 000 000	Нет
Вологодская область	Вологодская Обл-34002-об	14.12.2016	2 510 000 000	Да
	Вологодская Обл-34003-об	05.12.2017	4 600 000 000	Да
Ленинградская область	Ленинградская Обл-26002-об	05.12.2014	1 300 000 000	Да
г. Санкт-Петербург	СПетербург-26006-об	06.08.2014	5 000 000 000	Нет
	СПетербург-25038-об	19.11.2015	10 000 000 000	Да
	СПетербург-25039-об	01.06.2017	7 000 000 000	Да
Итого				12
Северо-Кавказский федеральный округ				
Ставропольский край	СтавропольКрай-34001-об	12.12.2017	5 000 000 000	Да
	СтавропольКрай-34002-об	04.11.2020	5 000 000 000	Да
Итого				2
Сибирский федеральный округ				
Республика Хакасия	Хакасия Респ-34002-об	09.08.2015	2 000 000 000	Да
	Хакасия Респ-35003-об	27.10.2020	3 000 000 000	Да
Красноярский край	Красноярский Край-34005-об	29.11.2016	9 000 000 000	Да
	Красноярский Край-34006-об	19.10.2017	16 910 000 000	Да
	Красноярский Край-34008-об	08.07.2018	10 000 000 000	Нет
	Красноярский Край-34007-об	19.09.2018	11 000 000 000	Да
Кемеровская область	Кемеровская Обл-34001-об	28.11.2018	1 000 000 000	Да
Новосибирская область	Новосибирская Обл-34015-об	30.10.2018	5 000 000 000	Да

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.	Вхождение в Ломбардный список Банка России
Омская область	Омская Обл-2-34001-об	14.10.2016	5 000 000 000	Да
Томская область	Томская Обл-25042-об	31.08.2014	200 000 000	Нет
	Томская Обл-25043-об	29.11.2014	300 000 000	Нет
	Томская Обл-25044-об	24.11.2015	200 000 000	Нет
	Томская Обл-25046-об	24.11.2015	200 000 000	Нет
	Томская Обл-34045-об	19.12.2017	5 000 000 000	Да
	Томская Обл-34048-об	18.12.2018	5 000 000 000	Нет
Итого				9
Уральский федеральный округ				
Свердловская область	СвердловскОбл-34001-об	11.12.2016	3 000 000 000	Да
	СвердловскОбл-34002-об	04.12.2017	3 000 000 000	Да
Итого				2
Центральный федеральный округ				
Белгородская область	Белгородская Обл-34006-об	08.08.2017	5 000 000 000	Да
	Белгородская Обл-35007-об	28.07.2020	3 500 000 000	Да
	Белгородская Обл-35008-об	21.06.2021	5 000 000 000	Нет
Воронежская область	Воронежская Обл-34005-об	17.12.2017	5 000 000 000	Да
	Воронежская Обл-34006-об	23.10.2018	5 000 000 000	Да
Калужская область	Калужская Обл-34005-об	19.05.2016	2 500 000 000	Да
Костромская область	Костромская Обл-34006-об	17.11.2016	4 000 000 000	Да
	Воронежская Обл-34005-об	17.12.2017	5 000 000 000	Да
Липецкая область	Липецкая Обл-34007-об	26.05.2017	2 500 000 000	Да
	Липецкая Обл-34009-об	04.06.2019	5 000 000 000	Нет
	Липецкая Обл-35008-об	17.04.2020	3 000 000 000	Да
Рязанская область	РязанОбл-34001-об	27.11.2014	2 100 000 000	Да
	Липецкая Обл-34007-об	26.05.2017	2 500 000 000	Да
Смоленская область	Смоленская Обл-34001-об	20.10.2018	3 000 000 000	Да
Тверская область	Тверская Обл-34007-об	15.12.2015	3 000 000 000	Да
	Тверская Обл-34008-об	18.12.2017	3 000 000 000	Да
	Тверская Обл-34009-об	22.11.2018	3 000 000 000	Да

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Дата погашения	Номинальный объем выпуска, руб.	Вхождение в Ломбардный список Банка России
Тульская область	Тульская Обл-34002-об	25.09.2015	5 000 000 000	Да
	Тверская Обл-34007-об	15.12.2015	3 000 000 000	Да
Ярославская область	Ярославская Обл-34011-об	21.08.2015	3 000 000 000	Да
	Тульская Обл-34002-об	25.09.2015	5 000 000 000	Да
г. Москва	Москва-27039-об	21.07.2014	10 000 000 000	Да
	Москва-32055-об	15.09.2014	15 000 000 000	Нет
	Москва-32044-об	24.06.2015	20 000 000 000	Да
	Москва-32064-об	16.11.2015	40 000 000 000	Да
	Москва-25067-об	01.06.2016	40 000 000 000	Да
	Москва-32056-об	22.09.2016	20 000 000 000	Да
	Москва-25071-об	13.06.2017	40 000 000 000	Нет
	Москва-32049-об	14.06.2017	25 000 000 000	Да
	Москва-32065-об	18.11.2017	40 000 000 000	Нет
	Москва-25068-об	27.09.2018	40 000 000 000	Нет
	Москва-27066-об	23.11.2018	30 000 000 000	Да
	Москва-26070-об	04.06.2019	40 000 000 000	Нет
	Москва-32057-об	29.09.2019	30 000 000 000	Нет
Москва-26069-об	18.05.2021	40 000 000 000	Нет	
Итого				27
Южный федеральный округ				
Краснодарский край	КраснодарКрай-34003-об	27.09.2014	4 000 000 000	Да
	КраснодарКрай-34004-об	09.11.2017	12 000 000 000	Да
Волгоградская область	ВолгоградОбл-34005-об	04.05.2016	3 000 000 000	Да
	ВолгоградОбл-35002-об	28.05.2017	5 000 000 000	Да
	ВолгоградОбл-35003-об	14.06.2018	5 000 000 000	Да
	ВолгоградОбл-35004-об	01.11.2018	2 000 000 000	Да
	ВолгоградОбл-35005-об	13.07.2019	5 000 000 000	Нет
Итого				6

Источник: Составлено авторами на основе данных: Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации (Банка России). URL: <http://www.cbr.ru/analytics/Plugins/LombardList.aspx> (дата обращения: 21.12.2014).

**Дисконты по субфедеральным облигациям,
применяемые Банком России по операциям РЕПО
на срок до 6 дней по состоянию на 30 июня 2014 г.**

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Начальный дисконт	Минимальный дисконт	Максимальный дисконт
<i>Дальневосточный федеральный округ</i>				
Республика Саха (Якутия)	Саха Респ-35003-об	5,0	2,5	7,5
	Саха Респ-35004-об	5,0	2,5	7,5
	Саха Респ-35005-об	5,0	2,5	7,5
<i>Крымский федеральный округ</i>				
<i>Приволжский федеральный округ</i>				
Республика Башкортостан	Башкортостан Респ-34007-об	5,0	2,5	7,5
	Башкортостан Респ-34008-об	5,0	2,5	7,5
Республика Марий Эл	Марий Эл-34006-об	10,0	7,5	12,5
Республика Мордовия	Мордовия Респ-34001-об	20,0	17,5	22,5
Республика Удмуртия	Удмуртская Респ-34004-об	10,0	7,5	12,5
	Удмуртская Респ-34005-об	10,0	7,5	12,5
	Удмуртская Респ-34006-об	10,0	7,5	12,5
	Удмуртская Респ-35001-об	10,0	7,5	12,5
Республика Чувашия	Чувашия Респ-34009-об	10,0	7,5	12,5
Нижегородская область	НижегородОбл-34006-об	10,0	7,5	12,5
	НижегородОбл-34007-об	10,0	7,5	12,5
	НижегородОбл-34008-об	10,0	7,5	12,5
	НижегородОбл-34009-об	10,0	7,5	12,5
Оренбургская область	ОренбургОбласть-34001-об	10,0	7,5	12,5
	ОренбургОбласть-35001-об	10,0	7,5	12,5
Самарская область	Самарская Обл-35007-об	10,0	7,5	12,5
	Самарская Обл-35008-об	10,0	7,5	12,5
	Самарская Обл-35009-об	10,0	7,5	12,5
<i>Северо-Западный федеральный округ</i>				
Республика Карелия	Карелия Респ-34013-об	10,0	7,5	12,5
	Карелия Респ-34014-об	10,0	7,5	12,5
	Карелия Респ-34015-об	10,0	7,5	12,5
	Карелия Респ-34016-об	10,0	7,5	12,5

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Начальный дисконт	Минимальный дисконт	Максимальный дисконт
Республика Коми	Коми Респ-34009-об	10,0	7,5	12,5
	Коми Респ-35008-об	10,0	7,5	12,5
	Коми Респ-32010-об	10,0	7,5	12,5
Вологодская область	Вологодская Обл-34002-об	10,0	7,5	12,5
	Вологодская Обл-34003-об	10,0	7,5	12,5
Ленинградская область	Ленинградская Обл-26002-об	10,0	7,5	12,5
г. Санкт-Петербург	СПетербург-25038-об	5,0	2,5	7,5
	СПетербург-25039-об	5,0	2,5	7,5
<i>Северо-Кавказский федеральный округ</i>				
Ставропольский край	Ставрополь Край-34001-об	10,0	7,5	12,5
	Ставрополь Край-34002-об	10,0	7,5	12,5
<i>Сибирский федеральный округ</i>				
Республика Хакасия	Хакасия Респ-34002-об	10,0	7,5	12,5
	Хакасия Респ-35003-об	10,0	7,5	12,5
Красноярский край	Красноярский Край-34005-об	10,0	7,5	12,5
	Красноярский Край-34006-об	10,0	7,5	12,5
	Красноярский Край-34007-об	10,0	7,5	12,5
Кемеровская область	Кемеровская Обл-34001-об	10,0	7,5	12,5
Новосибирская область	Новосибирская Обл-34015-об	5,0	2,5	7,5
Омская область	Омская Обл-2-34001-об	10,0	7,5	12,5
Томская область	Томская Обл-34045-об	10,0	7,5	12,5
<i>Уральский федеральный округ</i>				
Свердловская область	Свердловск Обл-34001-об	10,0	7,5	12,5
	Свердловск Обл-34002-об	10,0	7,5	12,5
<i>Центральный федеральный округ</i>				
Белгородская область	Белгородская Обл-34006-об	10,0	7,5	12,5
	Белгородская Обл-35007-об	10,0	7,5	12,5
Воронежская область	Воронежская Обл-34005-об	10,0	7,5	12,5
	Воронежская Обл-34006-об	10,0	7,5	12,5
Калужская область	Калужская Обл-34005-об	10,0	7,5	12,5

Субъект Российской Федерации	Краткое наименование выпуска	Начальный дисконт	Минимальный дисконт	Максимальный дисконт
Костромская область	Костромская Обл-34006-об	20,0	17,5	22,5
	Воронежская Обл-34005-об	20,0	17,5	22,5
Липецкая область	Липецкая Обл-34007-об	10,0	7,5	12,5
	Липецкая Обл-35008-об	10,0	7,5	12,5
Рязанская область	РязанОбл-34001-об	20,0	17,5	22,5
	Липецкая Обл-34007-об	20,0	17,5	22,5
Смоленская область	Смоленская Обл-34001-об	20,0	17,5	22,5
Тверская область	Тверская Обл-34007-об	20,0	17,5	22,5
	Тверская Обл-34008-об	20,0	17,5	22,5
	Тверская Обл-34009-об	20,0	17,5	22,5
Тульская область	Тульская Обл-34002-об	10,0	7,5	12,5
	Тверская Обл-34007-об	10,0	7,5	12,5
Ярославская область	Ярославская Обл-34011-об	10,0	7,5	12,5
	Тульская Обл-34002-об	10,0	7,5	12,5
г. Москва	Москва-27039-об	2,5	0,0	5,0
	Москва-32044-об	2,5	0,0	5,0
	Москва-32064-об	2,5	0,0	5,0
	Москва-25067-об	2,5	0,0	5,0
	Москва-32056-об	2,5	0,0	5,0
	Москва-32049-об	2,5	0,0	5,0
	Москва-27066-об	2,5	0,0	5,0
	Москва-32048-об	10,0	7,5	12,5
Южный федеральный округ				
Краснодарский край	КраснодарКрай-34003-об	10,0	7,5	12,5
	КраснодарКрай-34004-об	10,0	7,5	12,5
Волгоградская область	ВолгоградОбл-34005-об	10,0	7,5	12,5
	ВолгоградОбл-35002-об	10,0	7,5	12,5
	ВолгоградОбл-35003-об	10,0	7,5	12,5
	ВолгоградОбл-35004-об	10,0	7,5	12,5

Источник: Составлено авторами на основе данных: Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации (Бака России). URL: http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?PrtId=infodirectrepo (дата обращения: 25.12.2014).

Научное издание

Ермакова Елена Алексеевна,
Нестеренко Екатерина Анатольевна,
Семернина Юлия Вячеславовна,
Щербаков Александр Алексеевич

РАЗВИТИЕ РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ

Редактор *И.А. Дубчак*
Верстка: *А.А. Угланов*

Подписано в печать 27.04.2017 г. Формат 60 × 84 ¹/₁₆.

Уч.-изд. л. 8,3. Усл. печ. л. 9,1.

Тираж 500 экз. Заказ 110.

Саратовский социально-экономический институт (филиал)
РЭУ им. Г.В. Плеханова.
410003, г. Саратов, ул. Радищева, 89.