

## СТРУКТУРНО-ДИНАМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ

Елена Алексеевна ЕРМАКОВА<sup>a</sup>, Юлия Вячеславовна СЕМЕРНИНА<sup>b,\*</sup>,  
Александр Алексеевич ЩЕРБАКОВ<sup>c</sup>

<sup>a</sup> доктор экономических наук, профессор кафедры финансов, Саратовский социально-экономический институт (филиал) Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова, Саратов, Российская Федерация  
eae13@mail.ru

<sup>b</sup> доктор экономических наук, профессор кафедры финансов, Саратовский социально-экономический институт (филиал) Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова, Саратов, Российская Федерация  
ysemernina@yandex.ru

<sup>c</sup> аспирант кафедры финансов, Саратовский социально-экономический институт (филиал) Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова, Саратов, Российская Федерация  
chcherbakov@yandex.ru

\* Ответственный автор

### История статьи:

Принята 26.08.2015

Одобрена 16.09.2015

УДК 339.7

JEL: C58, G18, G28, H74

### Ключевые слова:

облигационный выпуск, ценные бумаги, субфедеральные облигации, субъект Федерации

### Аннотация

**Предмет.** На современном этапе вопросам, связанным с анализом структуры российского рынка субфедеральных облигаций, не уделяется должного внимания. Как правило, в отечественной специализированной финансово-экономической литературе большее внимание уделяется анализу рынка долевых ценных бумаг, в то время как анализ рынка долговых ценных бумаг, в том числе рынка субфедеральных, привлекает значительно меньше внимания. Помимо этого, достаточно часто в аналитических исследованиях отечественный рынок субфедеральных облигаций объединяется с рынком муниципальных облигаций, что, по мнению авторов, представляется не совсем корректным.

**Цели.** Выявление основных тенденций развития отечественного рынка субфедеральных облигаций, базирующихся на его структурных и динамических изменениях, за период с 2004 по 2014 г.

**Методология.** При проведении структурно-динамического анализа рынка субфедеральных облигаций в качестве исследовательского аппарата применялись следующие методы: графический и табличный, анализа структурных сдвигов, средних величин в отношении традиционно применяемых на данном сегменте финансового рынка показателей (номинальная стоимость облигационных выпусков, средняя номинальная стоимость одного выпуска, средний срок до погашения облигаций, объем рынка в абсолютных и относительных показателях и т.п.).

**Результаты.** Проведен анализ динамики и структуры российского рынка субфедеральных облигаций за период с 2004 по 2014 г., позволивший получить более точные и достоверные результаты изменений, происходивших на исследуемом сегменте финансового рынка за анализируемый период времени, что в свою очередь позволяет выявить основные тенденции его развития и создает надежную платформу для построения наиболее реалистичного прогноза развития.

**Выводы.** По результатам проведенного структурно-динамического анализа российского рынка субфедеральных облигаций за период с 2004 по 2014 г. сделаны следующие выводы. Номинальная стоимость облигационных выпусков (без учета амортизации) дает более точное представление о динамике и структуре исследуемого сегмента долгового рынка. Отечественный рынок субфедеральных облигаций интенсивно развивался: его объем вырос с 111,5728 млрд до 832,1200 млрд руб. Средняя номинальная стоимость одного выпуска субфедеральных облигаций увеличилась с 1,014 млрд до 8,321 млрд руб., а средний срок до погашения облигаций – с 1 162 до 2 012 дней. Структура рынка субфедеральных облигаций претерпела значительные изменения: общее количество эмитентов облигаций, 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. Исследуемый сегмент российского долгового рынка характеризовался очень высоким уровнем концентрации (на долю одного эмитента – Москвы – приходилось более 50% номинальной стоимости находящихся в обращении субфедеральных облигаций).

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

В каждой стране формирование рынка субфедеральных облигаций (или его ближайшего аналога) имеет свою исторически сложившуюся специфику. Развитие национального рынка субфедеральных облигаций, как, впрочем, и остальных сегментов российского облигационного рынка, определяется множеством разнообразных факторов (экономических, политических, правовых и др.), которые обладают высокой степенью индивидуальности. Исследование отечественного рынка субфедеральных облигаций должно учитывать не только методологические принципы, отражающие специфику его инструментов [1], но и результаты структурно-динамического анализа.

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) [2, 3].

Очевидно, что в условиях, когда выпуск субфедеральных облигаций является конкурентоспособным вариантом привлечения капитала (например, по стоимости привлекаемых ресурсов, их срочности, условиям обслуживания долга и пр.), рынок субфедеральных облигаций получает дополнительный, причем довольно сильный, импульс для дальнейшего развития, и, соответственно, наоборот [4, 5].

Как свидетельствует отечественная и зарубежная 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<sup>1</sup> [6–9].

При всей важности структурно-динамического анализа российского рынка субфедеральных облигаций необходимо отметить, что в настоящее время в экономической и финансовой научной литературе этому вопросу внимания практически не уделяется. В отечественной специализированной финансово-экономической литературе рынок

долевых ценных бумаг (прежде всего рынок акций) привлекает намного больше внимания исследователей по сравнению с рынком долговых ценных бумаг.

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 Центральным банком Российской Федерации. Например, в обзоре финансового рынка по итогам первого 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<sup>2</sup>.

Кроме того, достаточно 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 г. Тенденции и перспективы», подготовленном специалистами Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара. В этом исследовании специальный раздел, посвященный в том числе и субфедеральным облигациям, называется «Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований» [10]. Аналогичный по своей сути подход представлен и в публикациях экспертов по отечественному облигационному рынку О.С. Беломытцовой [11], С.Л. Глазкова [12, 13], А. Ермака [14], Д. Андреевой, А. Табаха [15], А.В. Пенюгаловой, А.П. Пышнограй [16] а также в публикациях профессиональных участников рынка ценных бумаг (в частности, ЗАО «Сбербанк КИБ»<sup>3</sup>, группы «Открытие Капитал»<sup>4</sup>, ЗАО «ТРИНФИКО»<sup>5</sup>).

<sup>2</sup> Информационно-аналитические материалы. URL: <http://www.cbr.ru/analytics>.

<sup>3</sup> Ключевые факторы, влияющие на эффективность размещений субфедеральных и муниципальных эмитентов. URL: <http://fs.moex.com/f/753/sberbank-cib-aleksey-bezrukavnikov.pdf>.

<sup>4</sup> Обзор рынка субфедеральных и муниципальных заимствований. URL: <http://fs.moex.com/f/757/otkrytie-mihail-avtuhov.pdf>.

<sup>5</sup> Рынок облигаций. URL: [http://www.trinfico.ru/securities\\_markets/oblighi.html](http://www.trinfico.ru/securities_markets/oblighi.html).

<sup>1</sup> Рынок ценных бумаг / под ред. Н.И. Берзона. М.: Юрайт, 2011. 531 с.; Слепов В.А., Шубина Т.В. Финансы организаций (предприятий). М.: Магистр, ИНФРА-М, 2011. 352 с.; Сысоева Е.Ф. Рынок ценных бумаг. Воронеж: Воронежский государственный университет, 2013. 39 с.

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, пока практически отсутствуют.

По мнению авторов, при проведении динамического анализа российского рынка субфедеральных облигаций 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 не сопоставимы между собой, что в свою очередь объективно не позволит сделать адекватные выводы относительно развития рынка субфедеральных облигаций.

Наиболее репрезентативным периодом для проведения подобного анализа является период с начала 2004 г.<sup>6</sup> по первое полугодие 2014 г. (30.06.2014)<sup>7</sup>. С одной стороны, в течение этого периода национальный рынок субфедеральных облигаций находился в разнообразных состояниях (интенсивного роста, кризиса, посткризисного восстановления, умеренного роста), что значительно повышает уровень репрезентативности проводимого анализа. С другой стороны, именно в этот период эмитенты субфедеральных облигаций размещали свои бумаги на рыночных условиях, т.е. они предлагались широкому кругу инвесторов в условиях постоянства 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 была использована информационная база специализированного проекта RusBonds<sup>8</sup>, причем

<sup>6</sup> Выбор более раннего периода времени 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 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.

<sup>7</sup> В общей сложности этот период охватывает более 10 лет.

<sup>8</sup> Поиск облигаций. 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](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).

проведение динамического анализа, по мнению авторов, необходимо осуществлять как по количеству облигационных выпусков, так и по их номинальной стоимости. По состоянию на начало рассматриваемого периода – на 01.01.2004 – на российском рынке субфедеральных облигаций было представлено 110 облигационных выпусков, совокупная номинальная стоимость которых (без учета амортизации) составляла 111,5728 млрд руб. Динамика размещения и погашения выпусков субфедеральных облигаций по количеству выпусков в течение всего анализируемого периода представлена в табл. 1.

Анализ данных, представленных в табл. 1, позволяет 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 – в 2005 г. (на 15 выпусков). Абсолютные приросты количества выпусков субфедеральных облигаций представлены на рис. 1.

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

Однако если анализировать динамику отечественного рынка субфедеральных облигаций по другому показателю – номинальной стоимости размещенных облигаций (без учета амортизации), то результаты будут кардинально отличаться (табл. 2).

Таблица 1

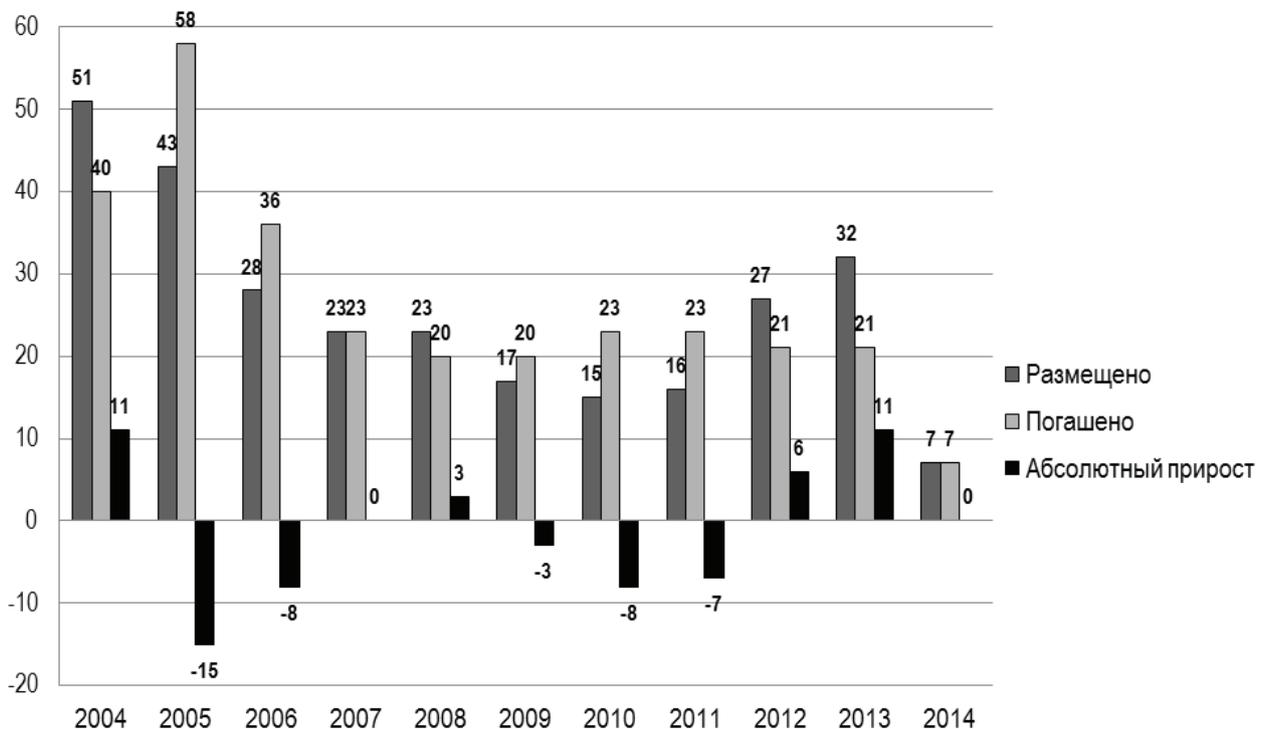
Размещение и погашение выпусков субфедеральных облигаций с 01.01.2004 по 30.06.2014 по количеству выпусков

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

Источник: составлено по данным специализированного проекта RusBonds.

Рисунок 1

Абсолютные приросты количества выпусков субфедеральных облигаций на российском рынке с 01.01.2004 по 30.06.2014



Источник: составлено по данным специализированного проекта RusBonds.

Данные, представленные в табл. 2, свидетельствуют о существенном росте отечественного рынка субфедеральных облигаций по итогам анализируемого периода: его объем увеличился с 111,5728 млрд до 832,12 млрд руб., т.е. на 720,5472 млрд руб., или в 6,46 раза. Таким образом, можно уверенно констатировать стремительный рост

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.), а во-вторых, был поставлен рекорд по объему привлечения финансовых ресурсов в

Таблица 2

Размещение и погашение выпусков субфедеральных облигаций с 01.01.2004 по 30.06.2014 по номинальной стоимости размещенных облигаций без учета амортизации, млрд руб.

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

Источник: составлено по данным специализированного проекта RusBonds.

течение календарного года (в 2013 г. эмитенты субфедеральных облигаций привлекли 313 млрд руб.).

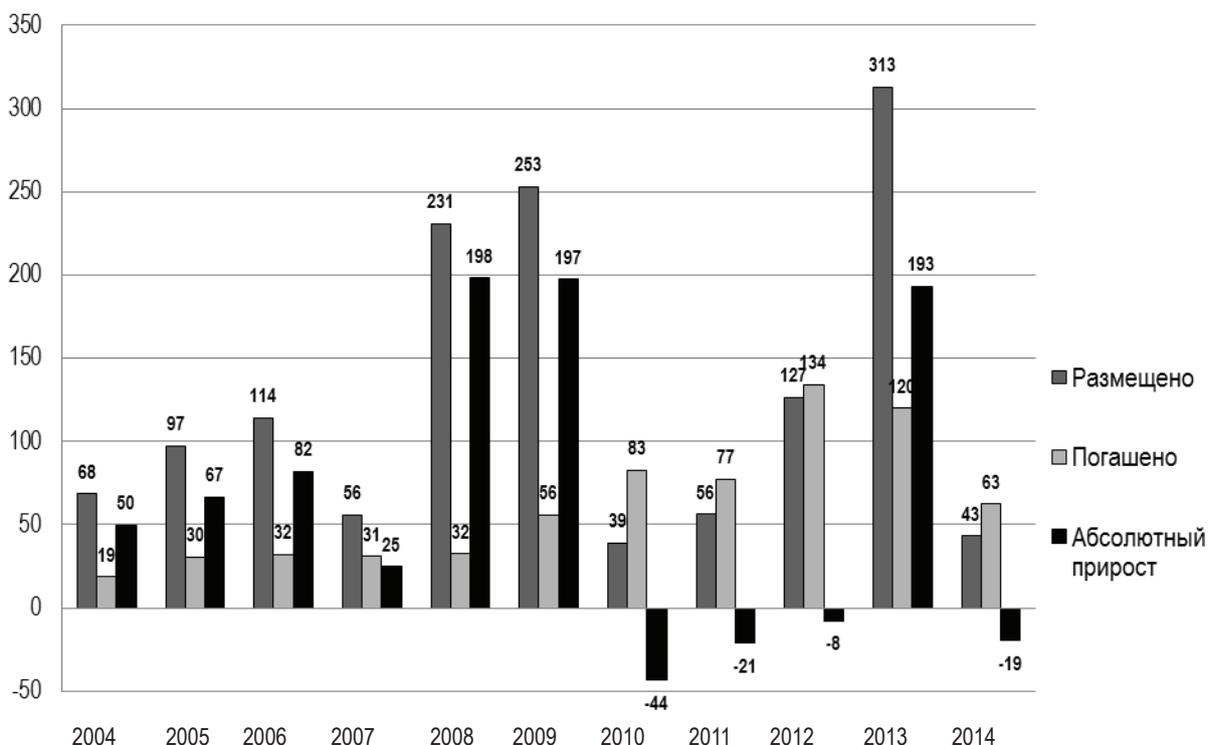
Особый интерес представляет и то, что в течение рассматриваемого периода на национальном рынке субфедеральных облигаций преобладали чистые

заимствования, причем наиболее существенно рынок рос в 2008 г. (198,205 млрд руб.), 2009 г. (197,44164 млрд руб.) и 2013 г. (193,175 млрд руб.) (рис. 2).

Примечательно, что в развитии российского рынка субфедеральных облигаций можно достаточно

Рисунок 2

Абсолютные приросты номинальной стоимости субфедеральных облигаций (без учета амортизации) на российском рынке с 01.01.2004 по 30.06.2014, млрд руб.



Источник: составлено по данным специализированного проекта RusBonds.

четко выделить два однородных периода: период интенсивного наращивания чистых заимствований – с 2004 по 2009 г. (за этот период номинальная стоимость облигаций возросла на 618,97184 млрд руб.) и период преобладания чистых погашений – с 2010 по 2012 г. (за это время объем рынка уменьшился на 72,19964 млрд руб.). В 2013 г. период сжатия рынка прекратился, причем, по мнению Д. Андреевой и А. Табаха [15], 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 России, который не борется с возникновением долга, но ориентирует регионы на его финансирование через рыночные инструменты, а также регуляторные меры на долговом рынке (благоприятное отношение Центрального банка Российской Федерации к субфедеральным облигациям при расчете достаточности банковского капитала и либерализация доступа для нерезидентов в этот сегмент рынка).

Необходимо отметить, что более обоснованной является оценка динамики отечественного рынка субфедеральных облигаций на основании их номинальной стоимости (без учета амортизации), так как этот вариант более корректно отражает объем привлеченных финансовых ресурсов эмитентами. Следовательно, можно сделать вывод о том, 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 рост объема отечественного рынка субфедеральных облигаций сопровождался существенным увеличением средней номинальной стоимости одного облигационного выпуска (без учета амортизации). Если на 01.01.2004 этот показатель составлял 1,014 млрд руб., то на 30.06.2014 – увеличился 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 млрд руб. (выпуск «Москва-26038-об»), то по состоянию на конец данного периода минимальный объем выпуска субфедеральных облигаций составил 0,2 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 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 погашения<sup>9</sup>. Так, на 01.01.2004 средний срок до погашения обращающихся выпусков субфедеральных облигаций составлял 1 162 дня, или около 3,18 года<sup>10</sup>, причем минимальный срок составил 151 день, или 0,41 года (выпуск «Иркутская Обл-21006-об»), а максимальный срок – 8,98 года (выпуск «СПетербург-26002-об»), а на 30.06.2014 средний срок 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 значительные изменения. Так, по состоянию на начало рассматриваемого периода структура отечественного рынка субфедеральных облигаций характеризовалась очень высоким уровнем концентрации (табл. 3 и 4).

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. Нужно отметить, что этот процесс проходил неравномерно: одни эмитенты,

<sup>9</sup> В данном случае срок до погашения рассчитывается как разница между датой полного погашения облигационного выпуска и датой начала его размещения.

<sup>10</sup> Из расчета 365 календарных дней в году.

Таблица 3

Структура российского рынка субфедеральных облигаций по состоянию на 01.01.2004 по количеству выпусков

Эмитент облигаций	Количество выпусков	Доля в общем объеме, %
Санкт-Петербург	39	35,45
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
Чувашская Республика	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
Сахалинская область	1	0,91
Тверская область	1	0,91
Ямало-Ненецкий автономный округ	1	0,91
Ярославская область	1	0,91
<b>Всего...</b>	<b>110</b>	<b>100</b>

Источник: составлено по данным специализированного проекта RusBonds

Таблица 4

Структура российского рынка субфедеральных облигаций по состоянию на 30.06.2014 по количеству выпусков

Эмитент облигаций	Количество выпусков	Доля в общем объеме, %
Москва	15	15
Томская область	6	6
Волгоградская область	5	5
Республика Карелия	4	4
Республика Коми	4	4
Красноярский край	4	4
Нижегородская область	4	4
Удмуртская Республика	4	4
Белгородская область	3	3
Липецкая область	3	3
Оренбургская область	3	3
Самарская область	3	3
Республика Саха (Якутия)	3	3

Окончание табл. 4

Эмитент облигаций	Количество выпусков	Доля в общем объеме, %
Санкт-Петербург	3	3
Тверская область	3	3
Республика Башкортостан	2	2
Вологодская область	2	2
Воронежская область	2	2
Костромская область	2	2
Краснодарский край	2	2
Республика Марий Эл	2	2
Рязанская область	2	2
Свердловская область	2	2
Ставропольский край	2	2
Тульская область	2	2
Республика Хакасия	2	2
Чувашская Республика	2	2
Ярославская область	2	2
Калужская область	1	1
Кемеровская область	1	1
Ленинградская область	1	1
Республика Мордовия	1	1
Новосибирская область	1	1
Омская область	1	1
Смоленская область	1	1
<b>Всего...</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Источник: составлено по данным специализированного проекта RusBonds.

исполнив свои обязательства по облигационным выпускам, полностью прекратили привлечение финансовых ресурсов с рынка облигаций, и после этого их облигации на рынке не были представлены (в частности, ушли с рынка такие эмитенты, как Иркутская, Московская, Мурманская, Сахалинская области, Хабаровский край, Ханты-Мансийский и Ямало-Ненецкий автономные округа), а другие, напротив, вышли на этот рынок (в общей сложности так поступили 17 субъектов Российской Федерации (Воронежская, Калужская, Кемеровская, Липецкая, Нижегородская, Омская, Оренбургская, Рязанская, Свердловская, Смоленская, Тульская области, Краснодарский и Ставропольский края, Республика Мордовия, Удмуртская Республика, Республика Хакасия, Республика Марий Эл).

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. Например, на 01.01.2004 на пять эмитентов приходилось 66,36% от общего количества выпусков субфедеральных облигаций, находящихся в обращении, а на 30.06.2014 – уже

34%, причем значительно изменился и состав этой пятерки (остаться в ней смогли только 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 масштабам (табл. 5 и 6).

Анализ данных, приведенных в табл. 5 и 6, свидетельствует о том, что на 01.01.2004 на пять

**Таблица 5**

**Структура российского рынка субфедеральных облигаций по состоянию на 01.01.2004 по номинальной стоимости размещенных облигаций без учета амортизации**

Эмитенты облигаций	Номинальная стоимость облигационных выпусков без учета амортизации, млрд руб.	Доля в общем объеме, %
Москва	63	56,47
Санкт-Петербург	19,71	17,67
Московская область	6,9	6,18
Ханты-Мансийский автономный округ	4,33	3,88
Республика Саха (Якутия)	2,27	2,03
Ямало-Ненецкий автономный округ	1,8	1,61
Республика Коми	1,6	1,43
Красноярский край	1,5	1,34
Новосибирская область	1,5	1,34
Ленинградская область	1,2	1,08
Самарская область	1,185	1,06
Тверская область	1	0,90
Белгородская область	0,62	0,56
Иркутская область	0,519	0,47
Томская область	0,5	0,45
Волгоградская область	0,5	0,45
Республика Башкортостан	0,5	0,45
Ярославская область	0,5	0,45
Хабаровский край	0,4928	0,44
Чувашская Республика	0,466	0,42
Мурманская область	0,45	0,40
Республика Карелия	0,43	0,39
Костромская область	0,3	0,27
Вологодская область	0,2	0,18
Сахалинская область	0,1	0,09
<b>Всего...</b>	<b>111,5728</b>	<b>100</b>

Источник: составлено по данным специализированного проекта RusBonds.

**Таблица 6**

**Структура российского рынка субфедеральных облигаций по состоянию на 30.06.2014 (по номинальной стоимости размещенных облигаций без учета амортизации)**

Эмитенты облигаций	Номинальная стоимость облигационных выпусков без учета амортизации, млрд руб.	Доля в общем объеме, %
Москва	460	55,28
Красноярский край	46,91	5,64
Самарская область	35,5	4,27
Нижегородская область	31	3,73
Санкт-Петербург	22	2,64
Волгоградская область	20	2,40
Краснодарский край	16	1,92
Республика Коми	15,3	1,84
Оренбургская область	15	1,80
Белгородская область	13,5	1,62
Томская область	10,9	1,31
Липецкая область	10,5	1,26
Воронежская область	10	1,20
Ставропольский край	10	1,20
Тульская область	10	1,20
Тверская область	9	1,08
Удмуртская Республика	8,5	1,02
Республика Башкортостан	8	0,96
Костромская область	8	0,96
Ярославская область	8	0,96
Республика Саха (Якутия)	7,5	0,90
Вологодская область	7,11	0,85
Республика Карелия	6,5	0,78
Свердловская область	6	0,72
Новосибирская область	5	0,60
Омская область	5	0,60
Республика Хакасия	5	0,60
Рязанская область	4,6	0,55
Республика Марий Эл	3,5	0,42
Республика Мордовия	3	0,36
Смоленская область	3	0,36
Чувашская Республика	3	0,36
Калужская область	2,5	0,30
Ленинградская область	1,3	0,16
Кемеровская область	1	0,12
<b>Всего...</b>	<b>832,12</b>	<b>100</b>

Источник: составлено по данным специализированного проекта RusBonds.

крупнейших эмитентов приходилось 86,23% от всего отечественного рынка субфедеральных облигаций, а на 30.06.2014 – 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.

Таким образом, можно сделать вывод о следующих результатах структурно-динамического анализа отечественного рынка субфедеральных облигаций за 2004–2014 гг.

Во-первых, 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.

Во-вторых, в течение рассматриваемого периода – с 01.01.2004 по 30.06.2014 – отечественный рынок субфедеральных облигаций интенсивно развивался:

его объем вырос с 111,5728 млрд до 832,12 млрд руб.

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

В-четвертых, 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, а 17 эмитентов разместили на нем свои облигации.

И, в-пятых, рынок субфедеральных облигаций характеризовался очень высоким уровнем концентрации, в частности, на долю одного эмитента – Москвы – приходилось более 50% номинальной стоимости находящихся в обращении субфедеральных облигаций.

### Список литературы

1. Щербаков А.А. Специфические особенности субфедеральных облигаций как финансовых инструментов // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2014. № 5. С. 133–137.
2. Ермакова Е.А. Основы государственного финансового менеджмента в России. Саратов: СГСЭУ. 2008. 287 с.
3. Колтонюк К.А., Истомина Н.А. Трансформация механизма межбюджетных отношений в субъекте Федерации // Известия Уральского государственного экономического университета. 2010. № 6. С. 86–90.
4. Зеленский Ю.Б. Структура регионального госдолга: как не оказаться в тупике? // Деньги и кредит. 2012. № 5. С. 12–41.
5. Круглякова В.М., Сысоева Е.Ф., Трещевский Ю.И. Индикативное управление региональным развитием // Регион: системы, экономика, управление. 2012. № 1. С. 70–76.
6. Фабоцци Ф.Д. Рынок облигаций: анализ и стратегии. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 949 с.
7. Akintoye A., Beck M. Policy, Finance, Management for Public-Private Partnerships. Cambridge. The Royal Institute of Chartered Surveyor and Wiley-Blackwell. 2009. 504 p.
8. Delikouras S. Do Dollar-Denominated Emerging Market Corporate Bonds Insure Foreign Exchange Risk? // EFA, 2013.
9. Nini G., Smith D.C., Sufi A. Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value // Review of Financial Studies. 2012. № 25. P. 1713–1761.
10. Российская экономика в 2013 году. Тенденции и перспективы. Вып. 35. М.: Институт Гайдара, 2014. С. 187–198. 540 с.
11. Беломытцева О.С. Субфедеральные и муниципальные облигации: тенденции развития рынка и элементы управления долгом // Вестник Томского государственного университета. 2006. № 292 (II). С. 288–293.
12. Глазков С.Л. «Детская болезнь» кривизны рынка субфедеральных и муниципальных облигаций Российской Федерации // Рынок ценных бумаг. 2005. № 9. С. 61–64.

13. *Глазков С.Л.* Рынок субфедеральных и муниципальных облигаций РФ: время перемен // Рынок ценных бумаг. 2007. № 13. С. 59–70.
14. *Ермак А.* Рынок субфедеральных облигаций: основные итоги 2013 года и перспективы // Рынок ценных бумаг. 2014. № 2. С. 62–68.
15. *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>.
16. *Пенюгалова А.В., Пышиноград А.П.* Развитие рынка муниципальных ценных бумаг в России в период рыночных преобразований // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. 2010. № 23. С. 37–43.

## A STRUCTURAL AND DYNAMIC ANALYSIS OF THE RUSSIAN SUB-FEDERAL BOND MARKET

Elena A. ERMAKOVA<sup>a</sup>, Yuliya V. SEMERNINA<sup>b,\*</sup>, Aleksandr A. SHCHERBAKOV<sup>c</sup>

<sup>a</sup> Saratov Socio-Economic Institute, Branch of Plekhanov Russian University of Economics, Saratov, Russian Federation  
eae13@mail.ru

<sup>b</sup> Saratov Socio-Economic Institute, Branch of Plekhanov Russian University of Economics, Saratov, Russian Federation  
ysemernina@yandex.ru

<sup>c</sup> Saratov Socio-Economic Institute, Branch of Plekhanov Russian University of Economics, Saratov, Russian Federation  
chcherbakov@yandex.ru

\* Corresponding author

### Article history:

Received 28 August 2015

Accepted 16 September 2015

**JEL classification:** C58, G18, G28,  
H74

**Keywords:** bond issue, securities,  
sub-federal bonds, constituent  
entity

### Abstract

**Subject** At present, there is little consideration of issues related to the analysis of the structure of the Russian sub-federal bond market in the domestic specialized financial and economic literature. In addition, very often, analysts review the domestic sub-federal bond market together with the municipal bond market, and we believe this is not quite correct.

**Objectives** The aim is to identify major development trends in the domestic sub-federal bond market based on its structural and dynamic changes over 2004–2014.

**Methods** In the study, we applied graphical and tabular methods, analysis of structural changes, and analysis of average values in relation to the indicators that are traditionally used in this segment of the financial market.

**Results** We performed a structural and dynamic analysis of the sub-federal bond market from 2004 to 2014. It enabled to obtain more accurate and reliable results of changes in the reviewed segment of the financial market during the analyzed period, to identify major development trends, and to create a reliable platform for the most realistic forecast of the market development.

**Conclusions** We conclude that the nominal value of bond issues (excluding amortization) gives a more accurate picture of the dynamics and structure of the reviewed segment of the Russian debt securities market. The market developed intensively, its volume increased. The market structure underwent significant changes: the total number of issuers of circulating bonds increased from 25 to 35. The analyzed market segment was characterized by a very high level of concentration.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2015

### References

1. Shcherbakov A.A. Spetsificheskie osobennosti subfederal'nykh obligatsii kak finansovykh instrumentov [Specific features of regional bonds as financial instruments]. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsial'no-ekonomicheskogo universiteta = Vestnik of Saratov State Socio-Economic University*, 2014, no. 5, pp. 133–137.
2. Ermakova E.A. *Osnovy gosudarstvennogo finansovogo menedzhmenta v Rossii* [Fundamentals of State financial management in Russia]. Saratov, SSSEU Publ., 2008, 287 p.
3. Koltonyuk K.A., Istomina N.A. Transformatsiya mekhanizma mezhbyudzhethnykh otnoshenii v sub'ekte Federatsii [Transformation of the mechanism of intergovernmental relations in the constituent entity]. *Izvestiya Ural'skogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta = Journal of Ural State University of Economics*, 2010, no. 6, pp. 86–90.
4. Zelenskii Yu.B. Struktura regional'nogo gosdolga: kak ne okazat'sya v tupike? [The structure of regional government debt: how to avoid the deadlock?]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2012, no. 5, pp. 12–41.
5. Kruglyakova V.M., Sysoeva E.F., Treshchevskii Yu.I. Indikativnoe upravlenie regional'nym razvitiem [Indicative management of regional development]. *Region: sistemy, ekonomika, upravlenie = Region: Systems, Economics, Management*, 2012, no. 1, pp. 70–76.

6. Fabozzi F.J. *Rynok obligatsii: analiz i strategii* [Bond Markets: Analysis and Strategies]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2007, 949 p.
7. Akintoye A., Beck M. *Policy, Finance, Management for Public-Private Partnerships*. Cambridge, The Royal Institute of Chartered Surveyor and Wiley-Blackwell, 2009, 504 p.
8. Delikouras S., Dittmar R.F., Li H. Do Dollar-Denominated Emerging Market Corporate Bonds Insure Foreign Exchange Risk? Available at: <https://workspace.imperial.ac.uk/business-school/Public/RiskLab/1%20July%202014/stefanos.pdf>.
9. Nini G., Smith D.C., Sufi A. Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value. *Review of Financial Studies*, 2012, no. 25, pp. 1713–1761.
10. *Rossiiskaya ekonomika v 2013 godu. Tendentsii i perspektivy* [The Russian economy in 2013. Trends and prospects]. Moscow, Gaidar Institute Publ., 2014, 540 p.
11. Belomytseva O.S. Subfederal'nye i munitsipal'nye obligatsii: tendentsii razvitiya rynka i elementy upravleniya dolgom [Regional and municipal bonds: market development trends and elements of debt management]. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta = Tomsk State University Journal*, 2006, no. 292(II), pp. 288–293.
12. Glazkov S.L. "Detskaya bolezn'" krivizny rynka subfederal'nykh i munitsipal'nykh obligatsii Rossiiskoi Federatsii [The infantile sickness of curvature of the market of sub-federal and municipal bonds of the Russian Federation]. *Rynok tsennykh bumag = Securities Market*, 2005, no. 9, pp. 61–64.
13. Glazkov S.L. Rynok subfederal'nykh i munitsipal'nykh obligatsii RF: vremya peremen [The sub-federal and municipal bond market of the Russian Federation: the period of change]. *Rynok tsennykh bumag = Securities Market*, 2007, no. 13, pp. 59–70.
14. Ermak A. Rynok subfederal'nykh obligatsii: osnovnye itogi 2013 goda i perspektivy [Sub-federal bond market: the main results of 2013 and prospects]. *Rynok tsennykh bumag = Securities Market*, 2014, no. 2, pp. 62–68.
15. Andreeva D., Tabakh A. *Epopeya na rynke subfederal'nogo dolga: prodolzhenie sleduet* [The sub-federal debt market saga: to be continued]. Available at: <http://www.hse.ru/data/2014/08/19/1314407833/Subfed%20debt%2048-51.pdf>. (In Russ.)
16. Penyugalova A.V., Pyshnograï A.P. [Developing the Russian municipal securities market during market reforms]. *Upravlenie Ekonomicheskimi Sistemami*, 2010, no. 23. (In Russ.) Available at: <http://www.uecs.ru/finans-i-kredit/item/179-2011-03-23-09-07-13>.