

**СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ЗАИМСТВОВАНИЯ В РОССИИ:
СОДЕРЖАНИЕ, ИСТОЧНИКИ, ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ*****Ольга Игоревна ЛАРИНА^{a*}, Наталья Владимировна МОРЫЖЕНКОВА^b**

^a кандидат экономических наук, доцент кафедры банковского и страхового дела,
Государственный университет управления (ГУУ), Москва, Российская Федерация
oilarina@mail.ru
ORCID: отсутствует
SPIN-код: 8196-1105

^b кандидат экономических наук, доцент кафедры банковского и страхового дела,
Государственный университет управления (ГУУ), Москва, Российская Федерация
snvnata@mail.ru
ORCID: отсутствует
SPIN-код: 4927-5400

* Ответственный автор

История статьи:

Получена 27.05.2015
Получена в доработанном
виде 05.06.2015
Одобрена 09.06.2015
Доступна онлайн
28.06.2019

УДК 332.1

JEL: H74

Аннотация

Предмет. Предметом исследования являются субфедеральные и муниципальные заимствования. В настоящее время в состав Российской Федерации входит 85 субъектов и более 23 тыс. муниципальных образований, которые вправе выходить на рынок заимствований. Муниципальные заимствования могут быть в виде займов, осуществляемых путем выпуска ценных бумаг от имени муниципального образования, кредитов, привлекаемых из других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации и кредитных организаций, а также в виде предоставленных гарантий.

Цели. Разработка научно-методологических и практических рекомендаций по развитию рынка региональных заимствований.

Методология. В качестве методологической основы при исследовании современного состояния рынка муниципальных заимствований были использованы методы системного анализа, сравнения и кластеризации.

Результаты. Для разработки рекомендаций по развитию российского рынка региональных ценных бумаг была произведена оценка возможности использования международного опыта. Проанализирован рынок муниципальных ценных бумаг Российской Федерации и США. В работе представлены элементы научной новизны, то есть субфедеральные и муниципальные заимствования целесообразно рассматривать как часть емкой системы управления регионом. При этом выявлены недостатки, присущие разным видам заимствований, представлена обобщенная и дополненная классификация региональных заимствований, проведен сравнительный анализ российской и зарубежной практики региональных заимствований.

Выводы. По мнению авторов, следует обратить внимание на многообразие эмитируемых американских муниципальных ценных бумаг. Так, в США имеется тип муниципальных облигаций — ВАВ, который предоставляет штатам и местным правительствам новый метод финансирования капитальных проектов с федеральной субсидией. Подобный опыт может быть применен и в российских условиях.

Ключевые слова:

муниципальное образование, региональные заимствования, облигации, риски, рейтинг

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

Для цитирования: Ларина О.И., Морыженкова Н.В. Субфедеральные и муниципальные заимствования в России: содержание, источники, зарубежный опыт и перспективы развития // *Финансы и кредит*. — 2019. — Т. 25, № 6. — С. 1383 — 1409.

<https://doi.org/10.24891/fc.25.6.1383>

Современное состояние российского регионального рынка заимствований

Российская Федерация является федеративным государством и состоит из равноправных субъектов: республик (22), краев (9), областей (46), городов федерального значения (3), автономной области (1), автономных округов (4). Субъект Российской Федерации — название территориальной единицы страны.

Российское муниципальное образование — часть территории Российской Федерации, в границах которой наряду с государственным управлением осуществляется местное самоуправление для решения только местных вопросов. Местное самоуправление осуществляется через выборные и иные органы местного самоуправления. На территории муниципальных образований властные полномочия распределены между органами государственной власти и органами местного самоуправления.

С мая 2014 г. законодательство Российской Федерации предусматривает возможность создания семи видов муниципальных образований¹. Они учреждаются, упраздняются или изменяются законами субъектов Российской Федерации. Муниципальные образования одних видов могут входить в состав муниципальных образований других видов (*табл. 1*).

В гражданских правоотношениях муниципальные образования выступают наравне с другими участниками гражданских правоотношений: гражданами, юридическими лицами, а также Российской Федерацией и ее субъектами. От имени муниципального образования выступают уполномоченные органы местного самоуправления.

С научной точки зрения управление субъектом Российской Федерации необходимо

^{*} Статья публикуется по материалам журнала «Региональная экономика: теория и практика», 2016, т. 14, вып. 1. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/subfederalnye-i-munitsipalnye-zaimstvovaniya-v-rossii-soderzhanie-istochniki-zarubezhnyu-opyt-i-perspektivy-razvitiya>

Статья подготовлена при финансовой поддержке Российского гуманитарного научного фонда. Грант № 15-12-34012.

¹ Об общих принципах организации местного самоуправления в Российской Федерации: Федеральный закон от 06.10.2003 № 131-ФЗ.

рассматривать как сложную систему, выделяя следующие подсистемы:

- управление финансами;
- управление экономическим развитием;
- управление социальным развитием;
- управление культурно-историческим развитием.

Каждая из указанных подсистем имеет собственную структуру, взаимодействует и взаимосвязана с другими подсистемами. Исследуя теорию и практику заимствований субъектов Российской Федерации, авторы пришли к выводу, что заимствования субъектов представляют собой инструменты реализации его долговой политики, которая в свою очередь является частью финансово-экономической политики субъекта (*рис. 1*), основной целью которой считается максимизация регионального дохода, защищенность и повышение уровня жизни граждан региона.

Институт субфедеральных и муниципальных заимствований как система отношений, возникающих в связи с использованием субъектами Российской Федерации и муниципальными образованиями временно свободных денежных средств физических и юридических лиц, представляет собой важнейший инструмент для ликвидации бюджетного дефицита, достижения баланса доходов и расходов бюджета в целом, а также для привлечения инвестиционных ресурсов в целях развития приоритетных для региона направлений.

Управление государственным долгом субъекта Российской Федерации осуществляется органом исполнительной власти субъекта Российской Федерации, а муниципальным долгом — уполномоченным органом местного самоуправления. Данные о размере государственного долга субъектов Российской Федерации в 2013—2015 гг. представлены в *табл. 2*. На 01.02.2015 объем государственного долга субъектов Российской Федерации составил 2 092 834,5 млн руб., а объем долга муниципальных образований — 306 483 млн руб.

Под муниципальными заимствованиями в соответствии с Бюджетным кодексом Российской Федерации понимаются муниципальные займы, осуществляемые путем выпуска ценных бумаг от имени муниципального образования, и кредиты, привлекаемые в соответствии с положениями Бюджетного кодекса Российской Федерации в местный бюджет от других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации и кредитных организаций, по которым возникают муниципальные долговые обязательства. Право осуществления муниципальных заимствований от имени муниципального образования в соответствии с Бюджетным кодексом Российской Федерации и уставом муниципального образования принадлежит местной администрации. Администрация муниципального образования в лице финансового управления осуществляет учет и регистрацию муниципальных заимствований, ведет муниципальную долговую книгу.

Проведенный анализ нормативной правовой базы формирования и управления государственным долгом субъектов Российской Федерации и муниципальных образований показал достаточно высокую правовую обеспеченность и регламентированность исследуемых финансовых сфер. Обобщенные регламентирующие требования Бюджетного кодекса Российской Федерации представлены в табл. 3.

Субъекты Российской Федерации и муниципальные образования имеют право эмиссии ценных бумаг — облигаций². Эмиссия государственных и муниципальных ценных бумаг допускается только в случае принятия субъектом Российской Федерации закона (органом местного самоуправления — решения) о бюджете соответствующего уровня. При этом должны быть установлены предельные размеры долга, предельные размеры заемных средств, а также расходы на обслуживание. Эмиссия облигаций (облигационный заем) может иметь биржевой или внебиржевой характер размещения.

² Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг: Федеральный закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ.

С 2006 г. на рынке муниципальных облигаций растет доля внебиржевых размещений, который для эмитента может быть удобнее, так как он более предсказуем, хотя и обходится, как правило, дороже.

К преимуществам внебиржевого размещения для эмитента при планировании займа относятся:

- возможность размещения всего объема займа в запланированный срок на условиях получения от банков-андеррайтеров обязательств по покупке облигаций на согласованных с эмитентом ценовых условиях задолго до начала размещения;
- отсутствие расходов по организации аукциона.

Для банка внебиржевое размещение муниципальных облигаций малых объемов имеет определенную привлекательность: пользуясь непрофессионализмом администрации муниципального образования, особенно впервые выходящего на рынок ценных бумаг, можно завысить доходность займа, приблизив ее к доходности кредита. Небольшой объем займа, размещающийся в портфель одного банка-организатора, хоть и похож на кредит, но в отличие от него является ликвидным активом.

При выборе организатора размещения облигаций эмитент выставляет на конкурс наиболее важные для него условия:

- доходность займа (размер процентных платежей по займу);
- размер комиссии организатора займа;
- срок обращения облигаций («длина» займа);
- одновременное размещение всего объема займа.

При биржевом размещении в структуре затрат эмитента появляется плата за услуги по проведению аукциона.хлопоты биржевого размещения, неопределенность цены заимствования до проведения аукциона, опасения по поводу недоразмещения всего объема займа на аукционе пугают

администрацию, обычно не знакомую со спецификой рынка ценных бумаг. Это объясняет меньшую популярность биржевого размещения муниципальных облигаций.

В Российской Федерации уже сформировался достаточно емкий рынок публичного долгового финансирования, представленный субфедеральными и муниципальными облигациями России. До сих пор размещение на фондовом рынке облигаций российских муниципальных образований носит единичный характер: это облигации Барнаула, Брянска, Волгограда, Казани, Новосибирска, Красноярска, Перми, Томска, Уфы, а также Клинского, Ногинского и Одинцовского районов Московской области. Следует отметить, что список участников рынка муниципальных облигаций постепенно расширяется, появляются новые участники. В то же время отметим следующее объективное противоречие: специалисты (банкиры, аналитики) называют муниципальными облигациями субфедеральные ценные бумаги, хотя выпуски облигаций муниципальных образований на рынке вообще единичны.

Доходность региональных облигационных займов на рынке ценных бумаг определяется, помимо текущей рыночной конъюнктуры, кредитоспособностью (кредитным рейтингом) эмитента и сроком обращения облигаций. В последние годы (2013—2014 гг.) доходность региональных облигаций несколько возросла, по сравнению с периодом 2006—2007 гг., когда доходность была порядка 9% годовых (табл. 4). Важной особенностью современного рынка муниципальных облигаций является то, что он сопровождается расширением спектра уровней кредитоспособности эмитентов муниципальных облигаций, что делает их в разной степени предпочтительными для инвесторов, поскольку уровень кредитоспособности эмитента напрямую влияет на уровень риска по ценным бумагам.

Основное же значение при определении процентных ставок имеют следующие факторы:

- гарантии займа;
- организация займа;

- уровень ликвидности вторичного рынка;
- объем потенциального спроса;
- политические риски.

Значительное влияние перечисленных факторов риска приводит к тому, что доходность муниципальных облигаций как инструмента, выпускаемого под гарантии местных органов власти и, следовательно, предполагающего оценку экономического состояния того или иного региона, не имеет в настоящее время строгой зависимости от регионального инвестиционного климата, финансового благополучия эмитента.

В 2014 г. на рынке муниципальных облигаций наблюдался значительный рост доходности ценных бумаг, что связано с политической и экономической ситуацией, в том числе со снижением странового рейтинга Российской Федерации в октябре 2014 г. Кроме того, представленные аналитические данные демонстрируют стагнацию рынка заимствований, поскольку размещения в основном не состоялись (табл. 4). В связи с этим представляется целесообразным для исследования опираться на докризисные данные.

Облигационный заем при биржевом размещении обычно выгоднее банковского кредита равного объема с точки зрения стоимости заимствования, при этом он рассчитан на более длительный срок. Облигационный заем при внебиржевом размещении может оказаться не выгоднее кредита с точки зрения стоимости заимствования, но при этом может быть «длиннее». Практика последних лет показывает, что, несмотря на хлопоты и более длинный список расходов, биржевое размещение для эмитента в итоге оказывается выгоднее внебиржевого, а хлопоты окупаются даже при небольших объемах займа.

Для банков облигационная форма заимствования позволяет сделать рефинансирование, то есть продать облигации на рынке и досрочно вернуть предоставленные муниципальному образованию деньги, да еще с прибылью в отличие от сложной процедуры

секьюритизации пула кредитов. На сегодняшний день секьюритизация банковских кредитов, предоставленных органам субфедеральной или муниципальной власти в Российской Федерации, еще никем не была осуществлена.

По состоянию на 01.01.2014 на рынке региональных облигаций обращались долговые бумаги 36 субъектов Российской Федерации и пяти муниципальных образований. Более 30% рынка — это облигации Москвы, еще на шесть крупнейших регионов-заемщиков приходилось около 30%. При этом доля второго по объему облигационного долга региона — Красноярского края — более чем вчетверо меньше, чем у Москвы. Среди муниципальных образований крупнейшим заемщиком является Новосибирск, который с долей 1,4% рынка занимал 21-е место среди регионов и муниципалитетов.

Таким образом, заимствования муниципальных образований в Российской Федерации могут быть как в виде кредитов, так и в виде выпуска облигаций. Стоимость заимствования для муниципальных образований в этих двух случаях приблизительно одинакова. При этом облигационный заем является предпочтительным для муниципального образования в связи с возможностью привлечения средств на более длительный срок.

Выбирая форму заимствований, необходимо учесть, что в настоящих условиях нецелесообразно работать с облигационными выпусками объемом менее 50 млн руб. Следовательно, многим муниципальным образованиям выгоднее и проще привлечение банковских кредитов. Данные выводы подтверждает практика: долг муниципальных образований по состоянию на 01.01.2014 оценивался в 284 млрд руб. (на 01.02.2015 — 307 млрд руб.), из которых муниципальным облигациям принадлежало всего 4% (на 01.02.2015 — 3%). Основная задолженность (порядка 53% в 2013 г. и 58% в 2014 г.) была по банковским кредитам. Около 32% в 2013 г. и 29% в 2014 г. общего долга составляли бюджетные кредиты и около 11% в 2013 г. и 9% в 2014 г. — гарантии.

Выход на рынок облигационных заимствований означает для муниципальных властей необходимость получения кредитного рейтинга. В глазах инвестиционного сообщества присвоение кредитного рейтинга, то есть наличие независимой компетентной оценки риска кредитования, означает переход на качественно иной уровень отношений с кредиторами, держателями долговых инструментов, инвесторами и деловыми партнерами. Для многих организаций, особенно зарубежных, сам факт наличия рейтинга может иметь решающее значение при принятии решений об инвестировании.

Всего 19 субъектов и муниципалитетов Российской Федерации имеют рейтинг, присвоенный агентством Moody's, и лишь два из них имеют рейтинг на уровне рейтинга Российской Федерации (табл. 5, рис. 2 и 3). Доля муниципальных образований в общем количестве регионов, имеющих рейтинг, составляет 16%³.

Данные, представленные на рис. 2 и 3, демонстрируют разницу в оценке российских регионов международным рейтинговым агентством, при этом за последние полгода заметно существенное понижение рейтингов. Однако, как известно, данное понижение вызвано в основном политическими факторами. Тем не менее этот факт может негативно отразиться на рынке региональных заимствований. Чем выше значение рейтинга, тем будет ниже стоимость заимствования при равенстве других условий.

Большинство муниципальных образований Российской Федерации не имеет официальных кредитных рейтингов и характеризуется низкой кредитоспособностью, поэтому получение рейтинга может не повлечь за собой снижения стоимости заимствования, то есть затраты на получение рейтинга сразу не окупятся.

Сравнивая динамику разных сегментов российского рынка облигаций, можно отметить, что объем размещений на

³ Кабалинский Д., Столбова А., Тайван Е. Инвестиционная привлекательность регионов — 2014: бремя управления // Аналитические материалы рейтингового агентства ЭкспертРА. М.: ЭкспертРА, 2014. 28 с.

Московской бирже в сегменте субфедеральных и муниципальных ценных бумаг достиг 143 млрд руб. в 2013 г., продемонстрировав рост на 24% по отношению к 2012 г. и 309% — к 2011 г. (рис. 4), тем не менее оставаясь самым незначительным сегментом рынка облигаций и занимая всего 5% по объему размещений в 2013 г.

Таким образом, учитывая небольшой объем рынка субфедеральных и муниципальных облигаций, растущее количество объема размещений при практически постоянном объеме торгов на протяжении докризисных трех лет, можно сделать вывод о невысокой рыночной ликвидности в данном сегменте рынка облигаций, который инвестиционно непривлекателен для нерезидентов. Иностранным инвесторам интересны ликвидные выпуски большого объема, поэтому пока основное их присутствие сконцентрировано в облигациях Москвы (доля нерезидентов около 22%). Основными инвесторами в субфедеральные облигации являются российские банки. Их доля по состоянию на 01.10.2013 составила 52%.

Если оценивать риски по российским муниципальным облигациям в соответствии с методиками Банка России⁴, то можно оценить процентный риск по указанным ценным бумагам. Он определяется как низкий и составляет:

- по ценным бумагам со сроком погашения менее 6 мес. — 0,25%;
- по ценным бумагам со сроком погашения от 6 до 24 мес. — 1%;
- по ценным бумагам со сроком погашения свыше 24 мес. — 1,6%.

Кроме того, по требованию Банка России российские банки обязаны контролировать показатель краткосрочной ликвидности⁵, в соответствии с чем все активы банка (куда

⁴ О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска: положение Банка России от 28.09.2012 № 387-П.

⁵ Положение о порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности («Базель 3»): положение Банка России от 30.05.2014 № 421-П.

входят и приобретенные муниципальные облигации) ранжируются по степени ликвидности. При этом указанные ценные бумаги учитываются в составе высоколиквидных активов в размере не более 50% от их рыночной стоимости.

Таким образом, ожидать повышения доли облигаций в общем долге регионов не следует, поскольку под залог кредитов субъектам Российской Федерации банки могут получить рефинансирование от Банка России⁶ по достаточно низким дисконтам. В условиях нарастающего структурного дефицита рублевой ликвидности и отсутствия притока средств пенсионных накоплений в управляющие компании финансирование субъектов Российской Федерации в конечном счете осуществляется за счет средств, предоставляемых Банком России. Фактически банки выступают посредниками в перераспределении средств, получая от этого процентную маржу при низком давлении на достаточность капитала. С другой стороны, выбор финансирования регионов посредством прямого финансирования со стороны Минфина России (трансферты/кредиты) является не лучшим решением (в сравнении с кредитами/ облигациями), поскольку не стимулирует регионы к эффективному расходованию средств (субъект с более слабым финансовым состоянием может рассчитывать на больший объем субсидий от федерального бюджета).

Для российских банков льготное регулирование Банка России в отношении долга субъектов Российской Федерации (возможность получения рефинансирования от Банка России по указанному ранее Положению № 312-П, а также низкие коэффициенты риска по определению Положения № 387-П) делает инвестирование в их инструменты в рамках стратегии buy&hold (покупай и держи) более прибыльным (высокая процентная маржа и низкое давление на капитал), чем в негосударственные облигации. Отметим, что за историю

⁶ О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами: положение Банка России от 12.11.2007 № 312-П.

существования российского рынка облигаций только два субъекта Российской Федерации допустили дефолт по своему долгу — это Нижегородская область и Клинский район Московской области (при этом дефолт Нижегородской области можно считать техническим).

Долговая нагрузка большинства регионов далека от критически высокого уровня, тем не менее на рынке присутствуют регионы со слабым финансовым состоянием. В связи с этим к инвестированию в региональные облигации, несмотря на их высокие доходности и низкое давление на капитал, банки относятся настороженно и подходят очень избирательно. Таким образом, неразвитость рынка муниципальных облигаций и непривлекательность в настоящее время этих ценных бумаг для инвесторов требует государственного подхода и делает необходимым обосновать и совершенствовать механизм заимствований муниципальных образований субъектов Российской Федерации.

Заимствования субъектов Российской Федерации и муниципальных образований могут быть в разных формах. При этом можно выделить следующие основные недостатки в существующей системе заимствований для субъектов Российской Федерации и муниципальных образований (табл. 6).

Отметим, что разным формам заимствований присущи специфические недостатки. В действующей ситуации сокращения предоставляемых бюджетных кредитов следует обратить внимание на две недооцененные формы заимствований: гарантии и облигации. Так, по мнению авторов, предоставление гарантий муниципальным предприятиям со стороны муниципалитетов является косвенной формой привлечения заимствований на развитие муниципального образования. При этом важным моментом является тщательный отбор проектов и партнеров — муниципальных предприятий. Российские банки считают ряд отраслей рискованными для кредитования, устанавливая ограничения по ссудам уже на основании вида деятельности. Примерами

таких отраслей являются: образование, медицина и сельское хозяйство.

Для разработки рекомендаций по развитию российского рынка муниципальных ценных бумаг целесообразно, на взгляд авторов, исследовать возможность использования международного опыта.

Рынок муниципальных ценных бумаг США

Наиболее значимым по своим объемам, количеству и разнообразию обращающихся фондовых инструментов является, безусловно, рынок муниципальных ценных бумаг США, где за последние 30 лет рынок муниципальных ценных бумаг значительно вырос и в настоящее время представляет один из важнейших сегментов рынков капиталов США. На конец 2011 г. на рынке были представлены ценные бумаги около 44 тыс. эмитентов номинальной стоимостью 3,7 трлн долл. США⁷. К муниципальным ценным бумагам в США относят ценные бумаги, выпущенные штатами, округами, городами, а также более мелкими территориальными единицами: школьными округами, специальными районами.

Муниципальные облигации приобрели большую популярность у инвесторов, что позволило им стать базовым инструментом для создания разнообразных производных. Часто встречающимся видом производных ценных бумаг являются ценные бумаги с плавающей ставкой (флоатеры) и обратные облигации с плавающей ставкой (обратные флоатеры). Такие производные инструменты эмитируются в целях перераспределения процентного риска между участниками рынка муниципальных облигаций, если эмитент заинтересован в выпуске инструментов с фиксированной ставкой процента, а инвесторы предпочитают получать доходы по плавающей ставке. Процентная ставка, выплачиваемая инвесторам по флоатерам, меняется в том же направлении, что и рыночные процентные ставки, а по обратным флоатерам — в обратном направлении.

⁷ U.S. Securities and Exchange Commission (2012). Report on the Municipal Securities Market. Retrieved from <http://www.sec.gov/news/studies/2012/munireport073112.pdf>

Таким образом, рынок муниципальных ценных бумаг является важным сектором фондового рынка США, по объему сопоставимым с рынками акций и государственных долговых обязательств. Уникальность американского рынка муниципальных облигаций состоит в том, что этот рынок функционирует сообразно правилам, определяемым самими участниками рынка, под эгидой органа, действующего на правах саморегулируемой организации (Municipal Securities Rulemaking Board). При этом степень вмешательства государства в процесс его регулирования минимальна и, как показывает история, усиливается лишь в случаях крайней необходимости в периоды экономического спада.

В зависимости от типа финансирования выплаты номинальной стоимости и процентов по муниципальным ценным бумагам могут идти из общих доходов эмитента, налоговых поступлений, доходов от общественных проектов, платежей от частных организаций или из нескольких источников. Как правило, процентные платежи, выплачиваемые по муниципальным ценным бумагам, не облагаются федеральными налогами, а также могут быть освобождены от муниципальных и других налогов.

Рынок муниципальных ценных бумаг играет основную роль в реализации и дальнейшем функционировании инфраструктурных объектов. Он позволяет штатам, органам местного самоуправления и другим общественным и частным организациям привлекать сотни миллионов долларов каждый год⁸. Многие частные лица выступают на рынке с двух сторон — как налогоплательщики и резиденты штатов и населенных пунктов, которые занимают деньги на рынке муниципальных ценных бумаг, а также как источник финансирования этих фондов через покупку выпускаемых ценных бумаг. По состоянию на конец I квартала 2014 г. частные инвесторы

являлись держателями 71,2% выпущенных муниципальных ценных бумаг как напрямую, так и через взаимные фонды, фонды денежного рынка и закрытые фонды (табл. 7).

Хотя традиционно рынок муниципальных ценных бумаг характеризуется стратегией «купить и держать», на вторичном рынке проходят довольно значительные объемы торгов (табл. 7, 8). В 2013 г. на вторичном рынке прошло 10,6 млн транзакций на сумму 3,1 трлн долл. по номинальной стоимости.

В целях лучшего понимания информации, представленной в табл. 7 и 8, сделаем следующие пояснения:

- 1) муниципальные ценные бумаги альтернативного минимального налога (Alternative Minimum Tax (AMT) Municipal Security) — это облигации, проценты по которым являются предметом налогообложения альтернативным минимальным налогом;
- 2) освобожденные от налогообложения (Tax Exempt) — проценты по большинству муниципальных ценных бумаг исключены из валового дохода по федеральному налогу на доходы, а также могут быть освобождены от налога на доходы штата или от налогообложения на личную собственность в юрисдикции, в которой выпущены ценные бумаги или в других юрисдикциях. Если облигация освобождена от налога на доходы штата, то ей присваивается статус двойного освобождения. Облигации с тройным освобождением также не попадают под муниципальный или местный налог на доходы или другие специальные налоги;
- 3) коммерческая бумага (Commercial Paper) — краткосрочные необеспеченные векселя, обычно обеспеченные кредитной линией банка сроком погашения до 270 дней;
- 4) облигация с двойной гарантией (Double Barrel Municipal Security) — ценная бумага, имеющая характеристики и доходной облигации, и облигации общих обязательств;

⁸ Securities Industry and Financial Markets Association (2014). Municipal Bond Credit Report. Second Quarter 2014. Retrieved from <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589950217>

- 5) муниципальная ценная бумага общих обязательств (General Obligation Municipal Security) — ценная бумага, которая обеспечена кредитной и налоговой властью эмитента;
- 6) долгосрочный вексель (Long Note) — ценная бумага со сроком погашения более 9 мес. и менее двух лет с фиксированной или нулевой купонной ставкой;
- 7) доходная муниципальная ценная бумага (Revenue Municipal Security) — ценная бумага, выплаты по которой производятся из особых источников дохода и которые не обеспечиваются всеми доходами и заимствованиями эмитента с налоговой властью. Доходные облигации погашаются из определенных источников доходов и не позволяют держателям облигаций претендовать на налоговые доходы или ассигнования на нужды аппарата законодательной власти, не заложенные на обслуживание долга;
- 8) краткосрочный вексель (Short Note) — ценная бумага со сроком погашения менее 9 мес. с фиксированной или нулевой купонной ставкой;
- 9) переменные (долгосрочные или краткосрочные) (Variable, Long and Short) ценные бумаги — ценные бумаги с переменной процентной ставкой с периодами пересмотра процентной ставки. Более 99% этих ценных бумаг — краткосрочные переменные (период пересмотра процентной ставки 9 мес. и менее), в то время как у долгосрочных переменных период пересмотра процентной ставки более 9 мес.);
- 10) обязательства до востребования с переменной ставкой (Variable Rate Demand Obligation (VRDO)) — это обязательства с плавающей процентной ставкой, у которых установлен номинальный срок до погашения (долгосрочный), но купонная ставка устанавливается периодически (ежедневно или еженедельно). У инвестора есть право вернуть выпуск обратно трасту или тендерному агенту в любое время с

уведомлением за определенное (например, за неделю) время⁹.

Освобожденные от налогообложения муниципальные ценные бумаги традиционно составляли подавляющее большинство муниципальных ценных бумаг. Купонные выплаты по таким ценным бумагам не облагаются федеральным налогом на доходы, если выполняются требования налогового кодекса и налогового управления. В 2008 г. муниципальные ценные бумаги, облагаемые налогом, составляли 11% от общего количества выпущенных муниципальных ценных бумаг. Это количество выросло до 18% в 2009 г. и до 32% в 2010 г.¹⁰.

Увеличение количества облагаемых налогом муниципальных ценных бумаг в 2009 и 2010 гг. произошло вследствие принятия закона о восстановлении и поощрении инвестиций в американской экономике (American Recovery and Reinvestment Act of 2009), который позволил выпускать облигации по программе Build America Bonds (BAB) и другие облагаемые налогом муниципальные облигации.

Новый тип муниципальных облигаций — BAB — предоставил штатам и местным правительствам новый метод финансирования капитальных проектов с федеральной субсидией. Более низкие затраты на займы стали возможны благодаря субсидии, которая была предназначена для облегчения текущего финансового бремени, с чем столкнулись штаты и местные правительства, и стимулирования расходов на различные общественные проекты.

В то время как освобожденные от налогообложения ценные бумаги традиционно были самой распространенной формой долга, выпускаемого штатами и местными правительствами, программа BAB позволила

⁹ Municipal Securities Rulemaking Board (August 2013). MSRB Glossary of Municipal Securities Terms. Third Edition. Retrieved from <http://www.msrb.org/msrb1/pdfs/MSRB-Glossary-of-Municipal-Securities-Terms-Third%20Edition-August-2013.pdf>

¹⁰ U.S. Securities and Exchange Commission (2012). Report on the Municipal Securities Market. Retrieved from <http://www.sec.gov/news/studies/2012/munireport073112.pdf>

штатам и местным правительствам выпускать неограниченное количество налогооблагаемого долга до конца 2010 г. Эмитенты могли выбрать один из двух вариантов — получить прямой платеж от казначейства США или предоставить держателям облигаций налоговый кредит. В случае с прямым платежом казначейство оплачивало 35% от купонных платежей, выплачиваемых по облигациям. Во втором случае держатель облигации получал налоговый кредит в размере 35% от купонных выплат, который он мог применить относительно обязательств по уплате федерального налога на доходы¹¹.

Программа ВАВ закончилась 31.12.2010. После этого доля выпусков муниципальных ценных бумаг, облагаемых налогом, вернулась к историческим уровням — 9,4% в 2011 г.¹².

Перспективы развития российского рынка

Исследуя заимствования субъектов и муниципалитетов Российской Федерации, авторы столкнулись с разрозненностью взглядов специалистов и ученых (особенно зарубежных) на разные виды заимствований и применимые критерии классификации. Разработанная (обобщенная, дополненная) и предлагаемая авторами классификация региональных заимствований представлена в табл. 9. Анализ данных в этой таблице показывает, что в российской практике отсутствует стимулирование инвесторов (какие-либо льготы) в целях финансирования регионов. Так, важным направлением развития заимствований муниципальных образований является эмиссия облигаций. В целом российский сегмент рынка субфедеральных и муниципальных облигаций отличается невысокой ликвидностью. Позитивным фактором, который может повысить привлекательность субфедеральных и муниципальных облигаций, является льготное налогообложение.

¹¹ Municipal Securities Rulemaking Board (2009). Build America Bonds. Issuance and Trade Activity. Retrieved from <http://www.msrb.org/msrb1/pdfs/MSRBBuildAmericaBondsReport2009.pdf>

¹² U.S. Securities and Exchange Commission (2012). Report on the Municipal Securities Market. Retrieved from <http://www.sec.gov/news/studies/2012/munireport073112.pdf>

Следует отметить, что уполномоченные органы принимают достаточное количество усилий по созданию благоприятных условий на муниципальном облигационном рынке, и значительная часть предпринятых мер оказала позитивное воздействие на рынок, что выражается в росте объема облигационных заимствований. Тем не менее до сих пор не все субъекты и муниципалитеты Российской Федерации имеют кредитные рейтинги, что сказывается на их возможностях по выходу на публичный рынок заимствований; не предпринимаются усилия по привлечению частных инвесторов в муниципальные облигации (например, в США частные инвесторы напрямую или опосредованно являются держателями более 50% муниципальных ценных бумаг). Также налицо и стремление экономить на инвестиционных программах.

Основная масса выходов на рынок приходится, как правило, на конец года в связи с покрытием возникшего дефицита, что влечет за собой более высокую стоимость размещения ценных бумаг. Отметим, что высокая стоимость кредитных ресурсов в Российской Федерации является серьезным препятствием развитию всех хозяйствующих субъектов и темой отдельного, на взгляд авторов, емкого исследования.

Авторы считают, что одной из основных проблем в сфере заимствований муниципальных образований является диспропорциональность развития регионов, «бедность» части муниципальных образований, которую необходимо устранять с помощью адекватной государственной политики. Первым шагом в этом направлении может стать принятие Федерального закона от 29.12.2014 № 473-ФЗ «О территориях опережающего социально-экономического развития в Российской Федерации», который разработан для создания условий ускоренного развития субъектов Российской Федерации, в первую очередь на Дальнем Востоке.

Территории опережающего развития — зоны с льготными налоговыми условиями, упрощенными административными процедурами и рядом других привилегий. В течение первых трех лет законопроект будет применяться на

территориях субъектов Дальневосточного федерального округа, а по истечении этого периода может быть распространен и на другие регионы Российской Федерации. Из федерального бюджета на создание территорий опережающего развития предполагается выделить 42 млрд руб. В дальнейшем территории опережающего развития будут создаваться по решению Правительства Российской Федерации. Предусмотрено предоставление целого ряда льгот для инвесторов, в частности, нулевая ставка налога на прибыль в течение пяти лет, таможенные льготы, возможность в ускоренном и льготном порядке привлекать к трудовой деятельности квалифицированный иностранный персонал.

Целесообразно, на взгляд авторов, муниципальным образованиям на указанных территориях предоставить возможность эмиссии облигаций для финансирования капитальных проектов с определенными льготами для инвесторов (держателей муниципальных ценных бумаг).

Все указанные направления развития муниципальных заимствований необходимо осуществлять в рамках единой концепции. Кроме того, для проведения заимствований важным требованием является наличие высокопрофессиональных специалистов, что определяет целесообразность создания особых финансовых институтов муниципальных заимствований.

Таблица 1

Муниципальные образования Российской Федерации на 1 января

Table 1

Municipalities of the Russian Federation as of January 1

Год	Муниципальные образования				Поселения		
	Всего	Муниципальные районы	Городские округа	Внутригородские территории городов федерального значения	Всего	Городские	Сельские
2013	23 001	1 817	518	257	20 409	1 687	18 722
2014	22 777	1 815	520	257	20 185	1 660	18 525
2015	23 066	1 829	531	267	20 439	1 664	18 775

Источник: данные Росстата

Source: The Rosstat data

Таблица 2**Объем государственного долга субъектов Российской Федерации в 2013–2015 гг.****Table 2****The volume of public debt of the subjects of the Russian Federation in 2013–2015**

Объект исследования	Объем государственного долга субъектов на 01.02.2015, тыс. руб.	Объем государственного долга субъектов на 01.06.2014, тыс. руб.	Объем государственного долга субъектов на 01.06.2013, тыс. руб.
Российская Федерация	2 092 834 527,16	1 696 07 585,97	1 274 420 622,35
Центральный федеральный округ	582 307 459,59	493 683 503,1	428 735 407,02
Белгородская область	41 847 308,56	41 638 610,45	32 259 856,47
Брянская область	11 170 922,01	8 568 588,09	7 265 365,92
Владимирская область	3 779 118,09	3 668 118,09	3 643 118,09
Воронежская область	29 877 370,57	19 526 227,4	16 514 600,77
Москва	165 732 722,18	171 031 633,05	182 595 310,58
Ивановская область	26 545 470,63	8 013 010,69	7 005 888,47
Калужская область	15 941 399	25 045 248,8	18 757 373,85
Костромская область	8 022 302,17	11 957 699,9	9 712 699,9
Курская область	18 415 895,7	2 644 395,24	3 073 363,57
Липецкая область	103 266 318,62	15 737 645,7	14 518 699,6
Московская область	12 912 938,32	68 197 457,62	50 409 244,59
Орловская область	27 058 396	8 952 013,01	5 577 690,29
Рязанская область	25 153 655,19	24 363 396	18 853 496
Смоленская область	10 434 387,89	18 907 857,06	11 571 463,66
Тамбовская область	26 288 654,15	6 903 518,37	2 868 544,65
Тверская область	15 900 000	20 095 227,15	19 598 837,85
Тульская область	28 630 538,08	13 900 000	8 425 996,3
Ярославская область	26 545 470,63	24 532 856,48	16 083 856,48

Источник: данные Минфина России*Source:* The Ministry of Finance of Russia data

Таблица 3**Требования Бюджетного кодекса к субъектам Российской Федерации, осуществляющим заимствования****Table 3****Requirements of the Budget code to the subjects of the Russian Federation receiving loans**

Показатель	Требуемое значение для субъектов Российской Федерации	Требуемое значение для муниципальных образований Российской Федерации
Дефицит бюджета	Не более 15% налоговых и неналоговых доходов Не более 10% налоговых и неналоговых доходов для субъектов Российской Федерации с существенной долей межбюджетных трансфертов	Не более 10% налоговых и неналоговых доходов Не более 5% налоговых и неналоговых доходов для муниципальных образований Российской Федерации с существенной долей межбюджетных трансфертов
Предельный объем заимствований	Не более суммы, направляемой на финансирование дефицита бюджета и (или) погашение долговых обязательств	Не более суммы, направляемой на финансирование дефицита бюджета и (или) погашение долговых обязательств
Предельный объем государственного долга	Не более 100% налоговых и неналоговых доходов Не более 50% налоговых и Российской Федерации с существенной долей межбюджетных трансфертов	Не более 100% налоговых и неналоговых доходов Не более 50% налоговых и неналоговых доходов для муниципальных образований Российской Федерации с существенной долей межбюджетных трансфертов
Объем расходов на обслуживание государственного долга	Не более 15% объема расходов	Не более 15% объема расходов

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 4**Итоги последних размещений муниципальных облигаций (представлено сравнение показателей на 01.08.2014 и на 13.03.2015)****Table 4****The latest placements of municipal bonds (represented by the comparison of indicators as of August 1, 2014 and March 13, 2015)**

Дата	Облигация	Размещено, руб. по номиналу	Размещено, %	Доходность, %
02.07.2014	Республика Саха (Якутия) — 35006-об	2 500 000 000	100	10,49
01.07.2014	Ярославская область — 35013-об	5 000 000 000	100	10,6*
30.06.2014	Белгородская область — 35008-об	5 000 000 000	100	11,08
23.06.2014	Оренбургская область — 2-35002-об	6 000 000 000	100	11,46
19.06.2014	Волгоградская область — 35005-об	5 000 000 000	100	10,84
29.12.2014	Магаданская область — 34001-об	500 001 000	50	15,87
25.12.2014	Волжский — 34001-об	10 000	0	15,85
16.12.2014	Ленинградская область — 35001-об	275 000 000	3,48	13,48
16.12.2014	Администрация Томска — 34005 - об	5 000	0	14,75

* Доходность к оферте (облигация с переменным купоном).

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 5
Рейтинги регионов Российской Федерации, присвоенные агентством Moody's

Table 5
Ratings of regions of the Russian Federation assigned by Moody's

Субъект	Долгосрочный рейтинг по состоянию	
	на 01.08.2014	на 15.03.2015
Белгородская область	Ba2	B1
Волгоград	Ba3	B2
Вологодская область	Ba3	B2
Краснодар	Ba2	B1
Краснодарский край	Ba1	B1
Красноярский край	Ba2	B1
Москва	Baa1	Ba1
Московская область	Ba2	Ba2
Нижегородская область	Ba2	B1
Омск	Ba3	B1
Омская область	Ba2	Ba3
Республика Башкортостан	Baa3	Ba2
Республика Коми	Ba2	B1
Республика Мордовия	B1	B2
Республика Татарстан	Baa3	Ba2
Республика Чувашия	Ba2	Ba3
Самарская область	Ba1	Ba3
Санкт-Петербург	Baa1	Ba1
Ханты-Мансийский автономный округ	Baa3	Ba2

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 6**Недостатки разных форм заимствований муниципальных образований****Table 6****Disadvantages of different forms of municipal borrowings**

Недостатки	Форма заимствования и их доля в общем объеме			
	Эмиссия облигаций (4%)	Банковский кредит (53%)	Бюджетный кредит (32%)	Выданная гарантия (11%)
1. Высокая стоимость	Да	Да	Нет	В случае реализации – да
2. Длительность предварительных согласований	Да	Нет	Средняя	Нет
3. Сложность процесса	Да	Нет	Нет	Нет
4. Небольшие объемы займов	Нет	Да	Нет	Да
5. Необходимость получения кредитных рейтингов	Да	Нет	Нет	Нет
6. Возможность отказа	Да	Да	Да	Нет
7. Ориентация рынка на богатых заемщиков	Да	Да	Нет	Нет
8. Методика оценки кредитоспособности органа власти сложнее, чем корпоративного эмитента	Да	Да	Нет	Нет
9. Повышенная волатильность на рынке муниципальных заимствований	Да	Да	Нет	Нет
10. Отсутствие производных инструментов	Да	Да	Да	Да
11. Недостаток квалифицированных специалистов в регионах	Да	Да	Да	Да
12. Необходимость в посредниках при организации займов	Да	Нет	Нет	Нет
13. Возможность коррупции	Да	Да	Нет	Да
14. Отсутствие гарантий для инвесторов	Да	Да	Нет	Да

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 7**Муниципальные ценные бумаги и займы в 2008–2014 гг. в США, млрд долл. США (на конец периода)****Table 7****Municipal securities and loans in 2008–2014 in the USA, billion USD (as of end of period)**

Обязательства/объекты займов	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (I кв.)
1. Обязательства правительств штатов и органов местного самоуправления	2 842,7	2 954,9	3 023,6	2 970	2 964,3	2 924,9	2 915,5
2. Краткосрочные обязательства (со сроком погашения менее 13 месяцев)	55,8	63,6	63	52,3	56,1	45,3	43
3. Долгосрочные обязательства	2 786,9	2 891,3	2 960,6	2 917,6	2 908,2	2 879,6	2 872,5
4. Обязательства домохозяйств и некоммерческих организаций	259,5	265,4	263,2	255,5	241	227,8	227,6
5. Обязательства нефинансового корпоративного бизнеса (промышленные доходные облигации)	415	452,2	485,4	493,9	509,1	518,5	517,7
6. Итого активов	3 517,2	3 672,5	3 772,1	3 719,4	3 714,4	3 671,2	3 660,8
7. Домохозяйства	1 720,9	1 828,1	1 871,8	1 808,3	1 665,8	1 626,3	1 603,7
8. Нефинансовый корпоративный бизнес	26,2	27,1	23,9	22,3	24	11,6	14
9. Нефинансовый некорпоративный бизнес	4,9	5,1	5,6	5,7	5,8	5,9	5,9
10. Правительства штатов и органы местного самоуправления	10,4	11,4	12,8	13,1	13,4	13,6	13,7
11. Другие страны	51	58,7	71,7	70,3	67,9	69,6	74,1
12. Депозитные институты США	221,9	224,3	254,6	297,3	365	418,9	425,2
13. Филиалы зарубежных банков в США	0	0	0	0	0	0	0
14. Банки в зонах, аффилированных с США	2,5	3,5	2,5	3,4	2,6	3,6	3,4
15. Кредитные союзы	0	0	0	3,2	4,2	4,6	4,5
16. Компании по страхованию недвижимости	381,9	369,4	348,4	331	328,1	325,8	326,7
17. Компании по страхованию жизни	47,1	73,1	112,3	121,8	131,5	141,2	141,1
18. Пенсионные фонды правительств штатов и органов местного самоуправления	1,3	1,4	2,1	1,4	0,5	0,4	0,4
19. Фонды денежного рынка	509,5	440,1	386,7	357,3	336,7	308,3	296,4
20. Взаимные фонды	389,4	478,8	525,5	541,2	627,4	613,9	621,1
21. Закрытые фонды	77,9	81,2	81,6	82,5	85,8	84,1	84,9
22. Торгуемые на бирже фонды (ETF)	2,3	5,9	7,6	8,6	12,3	11,4	11,8
23. Организации, спонсируемые правительством	31,3	29,1	24,9	21	17	13,4	12,7
23. Брокеры и дилеры	38,7	35,4	40	30,9	26,6	18,6	21,1

Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System (2014). Financial Accounts of the United States. Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts. First Quarter 2014. Retrieved from <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf>

Source: Board of Governors of the Federal Reserve System (2014). Financial Accounts of the United States. Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts. First Quarter 2014. Retrieved from <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf>

Таблица 8

Сумма сделок по номинальной стоимости на рынке муниципальных ценных бумаг США в 2010–2013 гг., млн долл. США

Table 8

The amount of transactions at face value in the U.S. municipal securities market in 2010–2013, million USD

Параметр	2010	2011	2012	2013
Тип сделки				
Клиентская покупка	1 956 906	1 670 951	1 619 769	1 526 057
Клиентская продажа	1 220 495	1 088 513	975 487	972 901
Междилерские сделки	572 330	526 302	630 547	620 859
Сделки по типу купона				
Плавающий купон	1 584 165	1 271 220	1 195 640	1 082 656
Фиксированная ставка	1 734 705	1 614 755	1 677 625	1 748 069
Нулевой купон	99 691	134 484	129 023	116 151
Прочие сделки	331 168	265 307	223 515	172 939
Сделки по источнику выплат				
Облигации общих обязательств	748 160	704 025	731 491	705 142
Доходные сделки	2 496 929	2 132 012	2 112 740	2 142 322
Облигации с двойной гарантией	77 455	73 570	68 988	60 679
Прочие сделки	427 186	376 159	312 584	211 673
Сделки по налоговому статусу				
Сделки, освобожденные от налогообложения	2 921 186	2 656 646	2 736 514	2 712 300
Налогооблагаемые сделки	503 719	294 909	272 799	247 209
Сделки альтернативного минимального налога	172 448	158 514	127 927	128 256
Прочие сделки	152 377	175 697	88 562	32 051
Сделки по типу ценной бумаги				
Облигации	1 714 934	1 644 676	1 703 642	1 766 948
Долгосрочные векселя	80 452	82 704	82 284	79 248
Краткосрочные векселя	39 011	21 859	20 721	18 025
Переменные (долгосрочные и краткосрочные)	1 584 165	1 271 220	1 195 640	1 082 656
Коммерческие бумаги	300 902	231 540	203 445	161 654
Прочие (включает выпуски, которые не могут быть отнесены к той или иной категории, основываясь на доступных данных)	30 266	33 767	20 071	11 285
Всего	3 749 730	3 285 766	3 225 803	3 119 816

Источник: Municipal Securities Rulemaking Board (2013). Fact Book.

URL: <http://www.msrb.org/msrb1/pdfs/MSRB-Fact-Book-2013.pdf>

Source: Municipal Securities Rulemaking Board (2013). Fact Book.

URL: <http://www.msrb.org/msrb1/pdfs/MSRB-Fact-Book-2013.pdf>

Таблица 9**Сравнение разных видов региональных заимствований и применимые критерии классификации****Table 9****Comparison of the different types of regional borrowings and the applicable classification criteria**

Критерий классификации	Виды региональных заимствований в российской практике	Виды региональных заимствований в зарубежной практике
1. По эмитенту	Субфедеральные заимствования. Муниципальные заимствования	Субфедеральные заимствования. Муниципальные заимствования (в странах с федеративным устройством)
2. По способу возникновения	Прямые (полученные кредиты, эмитированные ценные бумаги). Косвенные (выданные гарантии).	Прямые (полученные кредиты, эмитированные ценные бумаги). Косвенные (выданные гарантии, создание специальных финансовых организаций). Конduitные (выпускаются муниципалитетом или агентством или с поддержкой муниципалитета от имени третьей стороны — финансирование госпиталей, колледжей и университетов, энергетических компаний и т.д.)
3. По целевому назначению	На покрытие кассового разрыва (дефицита бюджета). На рефинансирование. На реализацию долгосрочных программ	На покрытие кассового разрыва (дефицита бюджета). На рефинансирование. На реализацию определенных инфраструктурных проектов (например, платные дороги, коммунальные услуги, аэропорты, порты и т.д.). План сбережений на колледж (рост сбережений для оплаты обучения в колледжах)
4. По форме	Бюджетные кредиты. Банковские кредиты. Эмитированные ценные бумаги. Выданные гарантии. Иные займы	Бюджетные кредиты. Кредиты у специализированных государственных агентств. Банковские кредиты. Эмитированные ценные бумаги. Выданные гарантии. Конduitные займы. Заимствования через специальные финансовые организации (полностью или частично принадлежащие муниципалитетам)
5. По обеспеченности	Обеспеченные залогом имущества. Обеспеченные гарантией. Необеспеченные	Облигации общих обязательств. Доходные облигации. Облигация с двойной гарантией (имеет характеристики и доходной облигации, и облигации общих обязательств). Обеспеченные кредитной линией банка. Обеспеченные банковским аккредитивом. Обеспеченные правительственной гарантией. Обеспеченные страховым полисом. Обеспеченные соглашением о резервном выкупе облигаций. Необеспеченные
6. По рейтингу эмитента	Предоставленные заемщикам с высокими рейтингами. Предоставленные заемщикам со средними рейтингами. Предоставленные заемщикам с низкими рейтингами. Предоставленные заемщикам без рейтинга	Предоставленные заемщикам с высокими рейтингами. Предоставленные заемщикам со средними рейтингами. Предоставленные заемщикам с низкими рейтингами. Предоставленные заемщикам без рейтинга
7. По валюте долговых обязательств	Внутренние. Внешние	Внутренние. Внешние

8. По месту размещения	Биржевое размещение. Внебиржевое размещение	Биржевое размещение. Внебиржевое размещение
9. По форме процентных платежей	С платежами по плавающей ставке. С платежами по фиксированной ставке	С платежами по плавающей ставке. С платежами по фиксированной ставке. С нулевым купонным платежом. С платежами по аукционной ставке. С платежами по переменной процентной ставке (устанавливаемой эмитентом на ежедневной или еженедельной основе)
10. По срочности	Краткосрочные (до 1 года). Среднесрочные (1–3 г.). Долгосрочные (свыше 3 лет)	Краткосрочные (до 1 года). Среднесрочные (1–5 лет). Долгосрочные (свыше 5 лет)
11. По статусу задолженности	Действующие. Реструктурированные. Просроченные	Действующие. Реструктурированные. Просроченные
12. По уровню задолженности региона	Высокая (свыше 50% валового регионального продукта). Средняя (15–50% валового регионального продукта). Низкая (менее 15% валового регионального продукта)	Высокая (свыше 50% валового регионального продукта). Средняя (15–50% валового регионального продукта). Низкая (менее 15% валового регионального продукта)
13. По периодичности платежей по обслуживанию долга	Квартальные. Полугодовые. Годовые	Квартальные. Полугодовые. Годовые
14. По возможности досрочного погашения	Погашаемые досрочно. Не погашаемые досрочно	Погашаемые досрочно. Не погашаемые досрочно
15. По сущности эмитируемых ценных бумаг	Первичные. Производные. Секьюритизированные	Первичные. Производные. Секьюритизированные
16. По характеру размещения	Через банк-агент. Прямого получения. Частное размещение	Договорные продажи. Конкурентные продажи. Частное размещение
17. По возможным льготам для держателей	—	Освобождение от федерального налога на доходы. Освобождение от налога на доходы штата. Освобождение от налогообложения личной собственности. Альтернативное минимальное налогообложение. Двойное освобождение. Тройное освобождение

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Рисунок 1

Составляющие экономической государственной политики субъекта Российской Федерации (региона)

Figure 1

Components of State economic policy of the subject of the Russian Federation (region)



Источник: авторская разработка

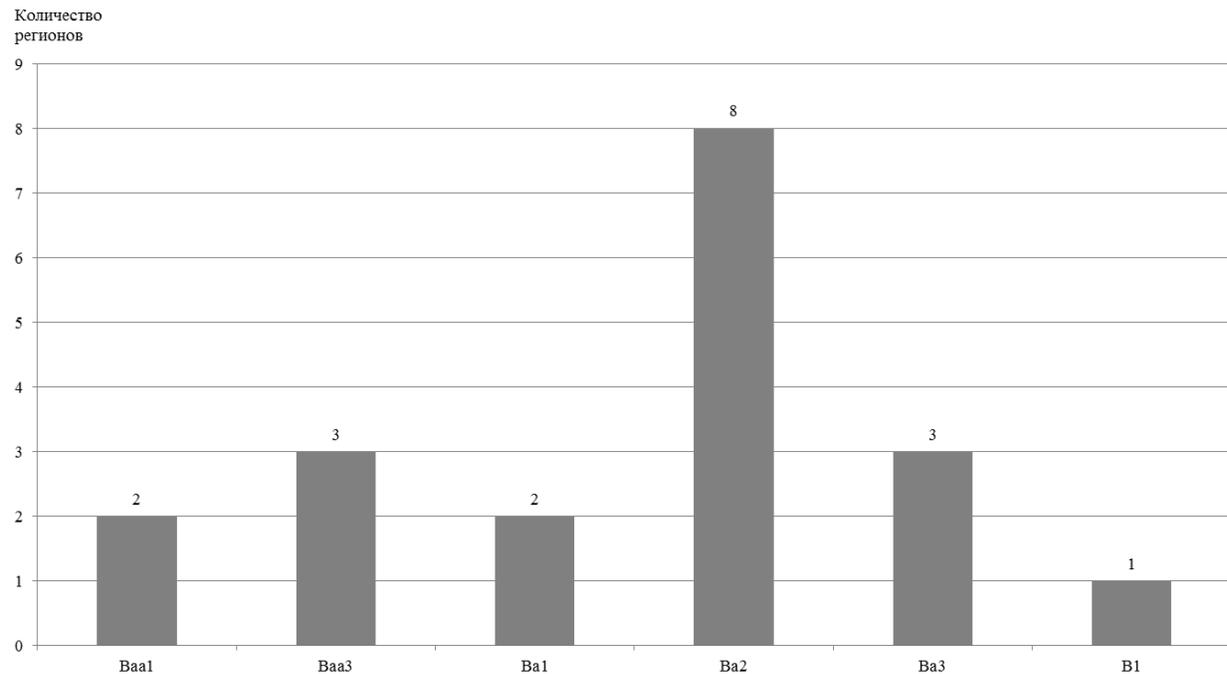
Source: Authoring

Рисунок 2

Распределение кредитных рейтингов российских регионов, присвоенных агентством Moody's по состоянию на 01.08.2014

Figure 2

Distribution of credit ratings of the Russian regions assigned by Moody's Agency as of August 1, 2014



Источник: авторская разработка

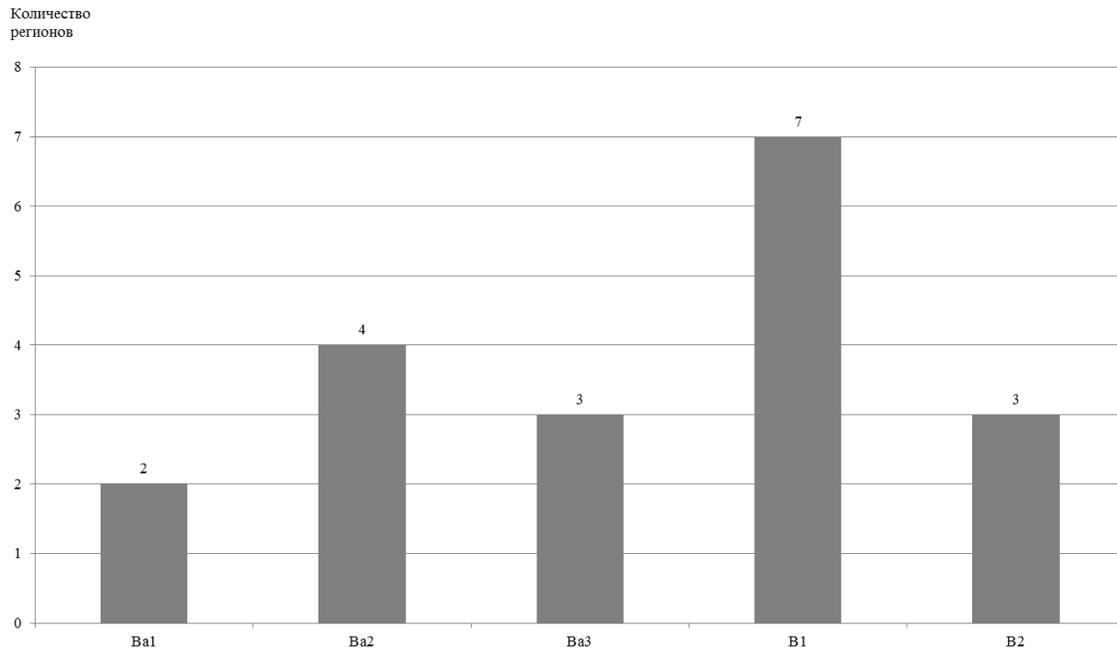
Source: Authoring

Рисунок 3

Распределение кредитных рейтингов российских регионов, присвоенных агентством Moody's по состоянию на 15.03.2015

Figure 3

Distribution of credit ratings of the Russian regions assigned by Moody's as of March 15, 2015



Источник: авторская разработка

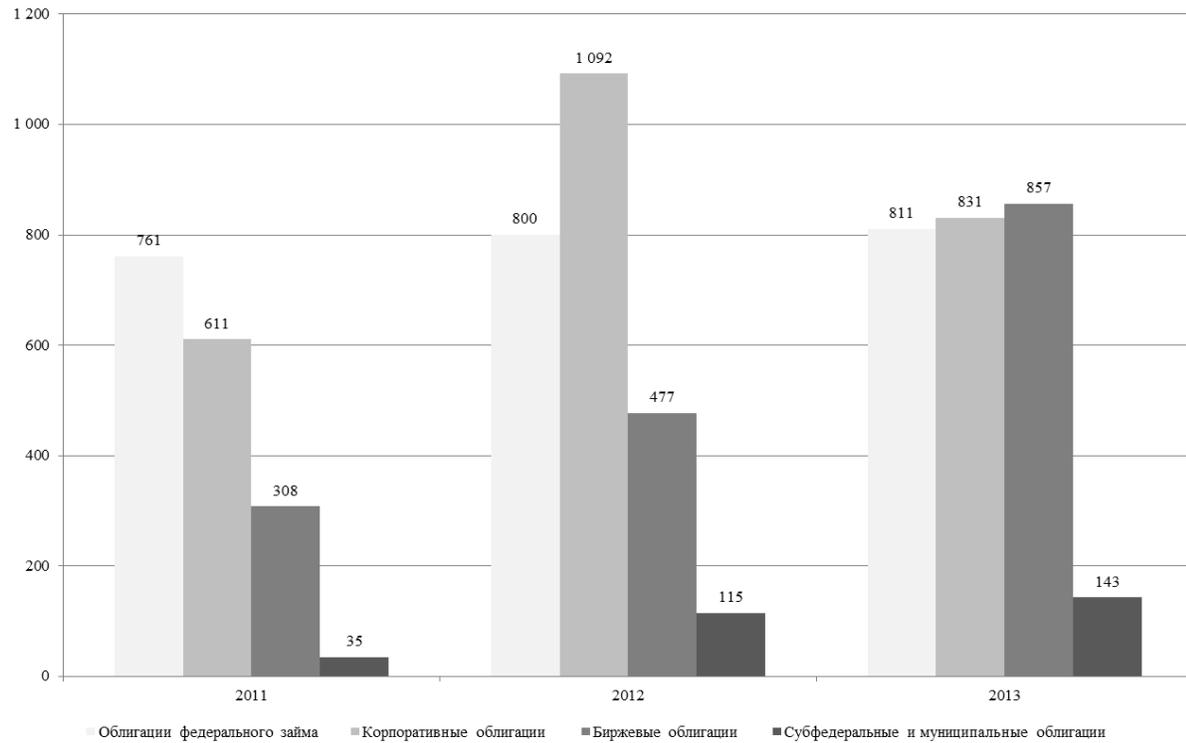
Source: Authoring

Рисунок 4

Динамика сегментов российского рынка облигаций, размещенных на Московской бирже в 2011 – 2013 гг.

Figure 4

Dynamics of segments of the Russian bond market placed on the Moscow Exchange in 2011–2013



Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Список литературы

1. Ларина О.И., Морыженкова Н.В. Рынок субфедеральных заимствований в России: воздействие фундаментальных факторов и пути развития: монография. М.: Русайнс, 2015. 184 с.
2. Максимо В. Энг, Фрэнсис А. Лис, Лоуренс Дж.М. Мировые финансы. М.: ДеКА, 1998. 768 с.
3. Богачева Е. Рейтинг получателей федеральных денег // *Финанс*. 2009. № 41. С. 28—31.
4. Ярцева И.Ю., Казаков В.В. Механизмы инвестиционного использования неналоговых доходов как альтернатива муниципальным заимствованиям // *Проблемы учета и финансов* 2014. № 1. С. 39—45.
5. Глазков С. Планирование объема заимствований муниципальных образований с учетом требований, предъявляемых рынком ценных бумаг и законодательством РФ // *Рынок ценных бумаг*. 2007. № 1. С. 65—70.
6. Ермак А. Рынок субфедеральных облигаций: основные итоги 2013 г. и перспективы // *Рынок ценных бумаг*. 2014. № 2. С. 35—40.
7. Щербаков А.А. Проблемы облигационного финансирования в региональном разрезе (на примере Саратовской области) // *Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета*. 2014. № 4. С. 102—106.
8. Чеботарь Ю.М. Возможности рынка субфедеральных облигаций в России // *Известия УрГЭУ*. 2015. № 3. С. 56—60.
9. Тишина Е.В. Рынок субфедеральных облигаций: особенности и проблемы формирования // *Проблемы развития территории*. 2015. № 5. С. 148—154.
10. Кузнецова В.В. Политика финансовой стабильности: международный опыт: монография. М.: Курс, ИНФРА-М, 2014. 224 с.
11. Журавлев С. Пушки вместо Сочи // *Эксперт*. 2011. № 48. С. 66—72.
12. Морыженков В.А., Штырикова Н.В. Применение бизнес-симуляции при подготовке компании к получению кредита // *Российский экономический интернет-журнал*. 2013. № 4. URL: <http://www.e-rej.ru/upload/iblock/ca1/ca1a28435f1170d76e056ead6e93584b.pdf>.
13. Johnson R.S. *Debt Markets and Analysis* (Bloomberg financial series). Hoboken, NJ, John Wiley & Sons, Inc., 2013, 722 p.
14. Anderson Scott R. New MSRB Fair-Pricing Rule Effective. *Journal of Investment Compliance (Emerald Group)*, 2014, vol. 15, iss. 3, pp. 47–50. URL: <https://doi.org/10.1108/JOIC-08-2014-0032>
15. O'Hara Neil. *The Fundamentals of Municipal Bonds*. SIFMA (6th ed.). Hoboken, NJ, John Wiley & Sons, Inc., 2011, 297 p.
16. Mysak Joe. *Encyclopedia of Municipal Bonds: A Reference Guide to Market Events, Structures, Dynamics, and Investment Knowledge*. Hoboken, NJ, John Wiley & Sons, Inc., 2012, 215 p.
17. Feldstein S.G., Fabozzi F.J. *The Handbook of Municipal Bonds*. Hoboken, NJ, John Wiley & Sons, Inc., 2008, 1376 p.

18. Gamkhar Shama, Zou Beibei. To Tax or Not to Tax: Lessons from the Build America Bond Program about Optimal Federal Tax Policy for Municipal Bonds. *Municipal Finance Journal*, 2014, vol. 35, iss. 3, pp. 1–25.
19. Ang A., Green R.C. Lowering Borrowing Costs for States and Municipalities Through CommonMuni. *Municipal Finance Journal*, 2013, vol. 34, iss. 3, pp. 43–93.
20. Ким А. Кризис научил губернаторов // *Финанс*. 2010. № 3. С. 26—27.

Информация о конфликте интересов

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

RUSSIAN SUB-NATIONAL DEBT: THE CONTENT, SOURCES, FOREIGN EXPERIENCE, AND PERSPECTIVESOl'ga I. LARINA ^{a,*}, Natal'ya V. MORYZHENKOVA ^b^a State University of Management (SUM), Moscow, Russian Federation
oilarina@mail.ru
ORCID: not available^b State University of Management (SUM), Moscow, Russian Federation
snvnata@mail.ru
ORCID: not available

* Corresponding author

Article history:Received 27 May 2015
Received in revised form
5 June 2015
Accepted 9 June 2015
Available online
28 June 2019**JEL classification:** H74**Keywords:** sub-federal entity, municipality, regional debt market, bonds, municipal borrowings, sub-national ratings, priority development territories**Abstract****Subject** Sub-federal and municipal borrowings are the subject of the study.**Objectives** The aim of the work is to develop scientific-methodological and practical recommendations for the development of a regional debt market.**Methods** We used the methods of system analysis, comparisons and clustering. To develop recommendations for the Russian market of regional securities, we have evaluated the possibility of using the international experience.**Results** The article analyzes the municipal securities markets of the Russian Federation and the United States. The paper presents certain elements of scientific novelty: sub-federal and municipal borrowings should be considered as part of a region's comprehensive management system; weaknesses of various types of borrowings; a generalized and supplemented classification of regional borrowings; a comparative analysis of Russian and foreign practices of regional borrowing.**Conclusions and Relevance** In our opinion, attention should be paid to the diversity of American municipal securities issued. A similar experience can be applied in the Russian conditions.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2015

Please cite this article as: Larina O.I., Moryzhenkova N.V. Russian Sub-National Debt: The Content, Sources, Foreign Experience, and Perspectives. *Finance and Credit*, 2019, vol. 25, iss. 6, pp. 1383–1409.
<https://doi.org/10.24891/fc.25.6.1383>**Acknowledgments**

The article was supported by the Russian Foundation for Humanities (RFH), grant № 15-12-34012.

The article was adapted from the *Regional Economics: Theory and Practice* journal, 2016, vol. 14, iss. 1. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/subfederalnye-i-munitsipalnye-zaimstvovaniya-v-rossii-soderzhanie-istochniki-zarubezhnyy-opyt-i-perspektivy-razvitiya>**References**

1. Larina O.I., Moryzhenkova N.V. *Rynok subfederal'nykh zaimstvovaniy v Rossii: vozdeistvie fundamental'nykh faktorov i puti razvitiya* [Market of sub-federal borrowings in Russia: an impact of fundamental factors and the development path: a monograph]. Moscow, Rusains Publ., 2015, 184 p.
2. Ang M.V., Lis F.A., Mauer L.J. *Mirovye finansy* [The World Finance]. Moscow, DeKA Publ., 1998, 768 p.

3. Bogacheva E. [Rating of federal money recipients]. *Finans*, 2009, no. 41, pp. 28–31. (In Russ.)
4. Yartseva I.Yu., Kazakov V.V. [Mechanisms of investment use of non-tax revenue as an alternative to municipal borrowings]. *Problemy ucheta i finansov = Problems of Accounting and Finance*, 2014, no. 1, pp. 39–45. (In Russ.)
5. Glazkov S. [Municipal borrowing capacity planning, taking into account the requirements of the securities market and the legislation of the Russian Federation]. *Rynok tsennykh bumag = Securities Market*, 2007, no. 1, pp. 65–70. (In Russ.)
6. Ermak A. [Sub-federal bonds market: the main results of 2013 and prospects]. *Rynok tsennykh bumag = Securities Market*, 2014, no. 2, pp. 35–40. (In Russ.)
7. Shcherbakov A.A. [Challenges to regional bond financing: Evidence from the Saratov Oblast]. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsial'no-ekonomicheskogo universiteta = Vestnik of Saratov State Socio-Economic University*, 2014, no. 4, pp. 102–106. (In Russ.)
8. Chebotar' Yu.M. [Opportunities of the sub-federal bond market in Russia]. *Izvestiya UrGEU = Izvestia of USUE*, 2015, no. 3, pp. 56–60. (In Russ.)
9. Tishina E.V. [Sub-federal bonds market: specifics and problems of formation]. *Problemy razvitiya territorii = Problems of Territory's Development*, 2015, no. 5, pp. 148–154. (In Russ.)
10. Kuznetsova V.V. *Politika finansovoi stabil'nosti: mezhdunarodnyi opyt: monografiya* [Financial stability policy: international experience: a monograph]. Moscow, Kurs, INFRA-M Publ., 2014, 224 p.
11. Zhuravlev S. [Guns instead of Sochi]. *Ekspert = Expert*, 2011, no. 48, pp. 66–72. (In Russ.)
12. Moryzhenkov V.A., Shtyrikova N.V. [Application of business simulation in preparing companies to obtain credit]. *Rossiiskii Ekonomicheskii Internet-Zhurnal*, 2013, no. 4. (In Russ.)
URL: <http://www.e-rej.ru/upload/iblock/ca1/ca1a28435f1170d76e056ead6e93584b.pdf>
13. Johnson R.S. *Debt Markets and Analysis* (Bloomberg financial series). Hoboken, NJ, John Wiley & Sons, Inc., 2013, 722 p.
14. Anderson Scott R. New MSRB Fair-Pricing Rule Effective. *Journal of Investment Compliance (Emerald Group)*, 2014, vol. 15, iss. 3, pp. 47–50.
URL: <https://doi.org/10.1108/JOIC-08-2014-0032>
15. O'Hara Neil. *The Fundamentals of Municipal Bonds*. SIFMA (6th ed.). Hoboken, NJ, John Wiley & Sons, Inc., 2011, 297 p.
16. Mysak J. *Encyclopedia of Municipal Bonds: A Reference Guide to Market Events, Structures, Dynamics, and Investment Knowledge*. Hoboken, NJ, John Wiley & Sons, Inc., 2012, 215 p.
17. Feldstein S.G., Fabozzi F.J. *The Handbook of Municipal Bonds*. Hoboken, NJ, John Wiley & Sons, Inc., 2008, 1376 p.
18. Gamkhar Shama, Zou Beibei. To Tax or Not to Tax: Lessons from the Build America Bond Program about Optimal Federal Tax Policy for Municipal Bonds. *Municipal Finance Journal*, 2014, vol. 35, iss. 3, pp. 1–25.

19. Ang A., Green R.C. Lowering Borrowing Costs for States and Municipalities Through CommonMuni. *Municipal Finance Journal*, 2013, vol. 34, iss. 3, pp. 43–93.
20. Kim A. [Crisis taught the Governors]. *Finans*, 2010, no. 3, pp. 26–27. (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.