УДК:336.76:330.322 DOI: 10.22394/2071–2367–2018–13–5–228–252

ПОВЫШЕНИЕ РОЛИ ФОНДОВОГО РЫНКА В ФИНАНСИРОВАНИИ ИНВЕСТИЦИОнНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ БИЗНЕСА И ВЛАСТИ

Попова О.В., Полянин А.В., Сидорин А.А.[1]

Целью статьи является рассмотрение современного уровня инвестиционных процессов на национальном рынке облигаций. Фондовый рынок является как важнейшим поставщиком финансовых ресурсов для развития бизнеса и общества, так и перспективным направлением инвестирования временно свободных средств предприятий и населения. Уровень развития российского рынка ценных бумаг не позволяет в полной мере реализовать потенциал облигационных заимствований как источника финансовых ресурсов для бизнеса и власти. На основе анализа современного состояния рынка государственных, субфедеральных, муниципальных и корпоративных облигаций и факторов, оказывающих влияние на него, показано недостаточное использование облигационных заимствований для стимулирования инновационной и предпринимательской активности в регионах Центрального федерального округа (ЦФО). Обоснованы возможность и необходимость повышения роли эмиссионных долговых ценных бумаг в финансировании дефицита бюджетов и реализации целевых программ, в развитии бизнес-процессов.

Предложены рекомендации по повышению инвестиционной привлекательности бондов и активизации населения на национальном фондовом рынке.

Ключевые слова: облигации, инвестиционное поведение, предпринимательство, регион, фондовый рынок.

Попова Ольга Васильевна — доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры экономики и экономической безопасности, Среднерусский факультет управления – филиал Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, адрес: 302001, Россия, г. Орел, ул. Панчука, д. 1, e-mail: olga_v_popova@mail.ru.

Полянин Андрей Витальевич – доктор экономических наук, профессор, декан факультата государственного, муниципального управления и экономики народного хозяйства, Среднерусский факультет управления – филиал Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, адрес: 302001, Россия, г. Орел, ул. Панчука, д. 1, e-mail: polyanin.andrei@yandex.ru

Сидорин Александр Александрович – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов, инвестиций и кредита, Орловский государственный аграрный университет имени Н.В. Парахина, адрес: 3020119, Россия, г. Орел, ул. Генерала Родина, 69, e-mail: sidorin_a_a@mail.ru

IMPROVING THE ROLE OF STOCK MARKET IN FINANCING THE INVESTMENT ACTIVITY OF BUSINESS AND AUTHORITIES

POPOVA O. V. –Doctor of Economic Sciences, Docent, Professor of the Department of Economics and Economic Security, Central Russian Institute of Management – a branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Russian Federation, Orel), e-mail: olga_v_popova@mail.ru.

POLYANIN A. V. –Doctor of Economic Sciences, Professor, Dean of the Faculty of State, Municipal Administration and National Economy, Central Russian Institute of Management – a branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Russian Federation, Orel), e-mail: polyanin.andrei@yandex.ru

SIDORIN A. A. –Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Finance, Investment and Credit, Orel State Agrarian University named after N.V. Parakhin (Russian Federation, Orel), e-mail: sidorin_a_a@mail.ru

The purpose of the article is to examine the current level of investment processes in the national bond market. The stock market is both the most important supplier of financial resources for the development of business and society, as well as a promising direction for investing temporarily free funds of enterprises and the public. The level of development of the Russian securities market does not allow to fully realize the potential of bond borrowing as a source of financial resources for business and government. Based on the analysis of the current state of the market of government, subfederal, municipal and corporate bonds and factors affecting it, insufficient use of bonded bonds is shown borrowing to stimulate innovation and entrepreneurial activity in the regions of the Central Federal District (CFD). The opportunity and the need to enhance the role of issued debt securities in the financing of budget deficits and the implementation of targeted programs, business process development are substantiated. Recommendations for increasing the investment attractiveness of bonds and activating the population in the national stock market are offered.

Keywords: bonds, investment behavior, entrepreneurship, region, stock market.

Темпы развития современной экономики России не отвечают потребностям государства и общества, а технико-технологический разрыв между состоянием большинства отраслей отечественного производства и ведущих мировых

держав продолжает увеличиваться. Эти обстоятельства обуславливают необходимость ускоренной модернизации национальной экономики, ее перевода на вектор инновационного развития.

Кроме того, зарубежный рынок относительно дешевых и долгосрочных кредитов, которым активно пользовались отечественные банковские структуры, стал недоступен из-за антироссийских санкций. Это обострило проблему физической и финансовой доступности долгосрочного капитала для органов государственной власти, реального и финансового секторов экономики, в то время как бюджетная система по-прежнему зависима от конъюнктуры цен на рынке сырья.

В этой связи развитие национального фондового рынка, формирование его устойчивых связей с потенциальными эмитентами и инвесторами является важным направлением решения проблемы финансирования инвестиционных проектов и государственных целевых программ, снижения бюджетного дефицита органов власти всех уровней.

Результаты исследования. Ведущим долговым инструментом рынка ценных бумаг, используемым в качестве источника финансирования инновационно-инвестиционных проектов бизнесом и государством, традиционно являются облигации.

При этом достоинствами государственных, субфедеральных и муниципальных облигаций выступают:

– способность «уводить» с товарного рынка избыточную денежную массу, снижая тем самым уровень инфляции;

– развитие навыков малорискового инвестирования в фондовые инструменты с доходностью выше, чем банковские депозиты, у населения страны:

– повышение доступности средств мелких инвесторов к финансированию проектов, важных социально и экономически.

Кроме того, доходность государственных ценных бумаг выступает своеобразным ориентиром для экономических агентов при реализации инвестиционных проектов и выборы инвестиционных альтернатив.

В свою очередь эмиссия корпоративных облигаций позволяет привлечь субъектам предпринимательства крупный капитал на финансирование масштабных инвестиционных проектов на беззалоговой основе по цене ниже, чем ставки банковских кредитов.

Таким образом, активизация рынка облигаций могла бы решить ряд проблем с финансовым обеспечением масштабных проектов и программ со средне- и

долгосрочным сроком окупаемости, что признается и на государственном уровне. Так, к настоящему времени в России принят ряд важнейших нормативных актов, нацеленных на повышение роли фондового рынка в решении социально-экономических задач: Правительством Российской Федерации утверждены Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года[1], Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года[2], Стратегия долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации[3], Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года[4].

В нормативных актах Центрального банка России (Основные направлениия развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов[5] и Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов[6]), разработанных в развитие правительственных документов, облигационные заимствования называются наиболее перспективным источником финансирования расширенного воспроизводства и модернизации экономики, решения проблемы недостаточности бюджетных средств.

В связи с вышеизложенное экономическое обоснование направлений развития рынка облигаций как перспективного, но недооцененного альтернативного источника финансирования инвестиций в процессы

[1] Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года (утв. распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р)– URL: http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/archive_ffms/ru/press/russia2020/strategy2020/index.html

[2] Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года (утв. распоряжением Правительства РФ от 22 июля 2013 г. № 1293-р) – URL: https://rg.ru/2013/08/05/straxovschiki-site-dok.html

[3] Стратегия долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации (утв. распоряжением Правительства РФ от 25.12.2012 № 2524-р (ред. от 06.12.2017)) – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_139981/

[4] Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года (утв. распоряжением Правительства РФ от 17 ноября 2008 г. № 1662-р (ред. от 10.02 2017г.))– URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_82134/28c7f9e359e8af09d7244d8033c66928fa27e527/

[5] Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов (Одобрено Советом директоров Банка России 26.05.2016) [Электронный ресурс] – URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/11106/onrfr_2016-18.pdf

[6] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов (Одобрено Советом директоров Банка России 10.11.2017) [Электронный ресурс] – URL: http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2018%282019-2020%29.pdf

модернизации национального хозяйственного комплекса является актуальным и имеет практическую значимость.

Анализируя современное состояние российского рынка инвестиций (табл. 1), отметим, что в течение периода исследования стоимость основных средств, как основного объекта инвестиций, росла в среднем на 10,3% в год, в то время как среднегодовой прирост ВВП составил 6,7%.

Таблица 1 – Показатели инвестиционной деятельности в России
Table 1 – Indicators of investment activity in Russia

Показатели	Годы					Среднегод. темп роста, %
	2013	2014	2015	2016	2017	
Валовой внутренний продукт, млрд. руб.	71017	79200	83387	86149	92037	106,7
Основные фонды в экономике по полной учетной стоимости на конец года, млрд. руб.	133522	147430	160725	183404	197373	110,3
Инвестиции в основной капитал, млрд. руб.	13450	13903	13897	14749	15967	104,4
Валовое накопление основного капитала в % от ВВП	21,9	21,3	20,4	21,6	21,8	X

Составлено по данным: Россия в цифрах. 2018. Краткий статистический сборник – URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2018/rusfig/rus18.pdf

Однако показатель валового накопления основного капитала остается практически на неизменном уровне, что говорит об отсутствии предпосылок для инновационного рывка отечественной экономики. В пользу этого вывода свидетельствует и среднегодовой темп роста инвестиций в основной капитал, который существенно ниже темпов инфляции в этот период. Это крайне негативно характеризует инвестиционную активность государства и бизнеса. Спецификой инвестиционной деятельности отечественных предприятий является тот факт, что уровень финансовых вложений, особенно долгосрочных, крайне незначителен по сравнению с капитальными вложениями. По этому критерию, по мнению Джеффри В. Бэйли, российская экономика продолжает оставаться примитивной, поскольку «…в современной экономике большая часть инвестиций представлена финансовыми инвестициями»[1].

[1] Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. Пер. с англ. – М.: ИНФРА – М, 2001. – XII, 1028 с.

Вместе с тем за анализируемый период инвестиции в ценные бумаги выросли в 2,2 раза при среднегодовом темпе прироста 22,8%. Наиболее привлекательными для субъектов хозяйствования продолжают оставаться краткосрочные финансовые вложения, которые увеличились в 2,3 раза против двукратного роста долгосрочных. К настоящему времени в совокупном портфеле ценных бумаг субъектов реального сектора экономики 87–89% приходится на краткосрочные финансовые инвестиции и 11–13% на долгосрочные[1].

Изучение уровня развития инвестиционных процессов на рынке облигаций целесообразно в трех плоскостях, определяемых элементами самого инвестиционного процесса:

А) Эмиссионная активность бизнеса и власти как потребителей капитала.

Б) Инвестиционная привлекательность облигаций для поставщиков капитала.

В) Состояние инфраструктуры фондового рынка, создающей условия для совершения сделок.

При этом под потребителями капитала мы понимаем экономических агентов, испытывающих потребность в капитале для расширения и модернизации своей деятельности, решения социально-экономических и иных проблем. К ним относятся субъекты хозяйствования реального и финансового секторов экономики, органы государственной власти федерального и регионального уровня, органы местного самоуправления.

К поставщикам капитала относят юридических и физических лиц, органы государственной власти и местного самоуправления, имеющих временно свободные денежные средства и желающих получить доход от предоставления их в пользование потребителям капитала.

Перспективность рынка облигаций для потребителей капитала заключается в том, что уровень платы за капитал, привлеченный на этом сегменте фондового рынка, ниже, чем ставки по банковским кредитам (в среднем около 8–9% против 16–20%). Поставщики капитала, напротив, способны обеспечить себе большую доходность по сравнению с банковскими депозитами.

А) Эмиссионная активность бизнеса и власти

Государство традиционно является одним из самых мощных эмитентов облигаций.

Анализируя рынок федеральных государственных облигаций, отметим, что ведущим инструментом на нем выступают облигации федерального займа (ОФЗ),

[1] Россия в цифрах. 2018. Краткий статистический сборник [Электронный ресурс] – URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2018/rusfig/rus18.pdf (дата обращения: 10.05.2018).

и объем их выпуска показывает четкую тенденцию роста, хотя и демонстрирует значительную волатильность, достигая максимума в 2014г. и 2017г., а минимума – в 2010г. и 2012г. (табл. 2).

Таблица 2 – Эмиссия государственных ценных бумаг
Table 2 – Issue of government securities

Виды бумаг	Годы							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ОФЗ – число бумаг, млн. шт. – стоимость, млрд. руб.	715,6 712,5	1051,1 1046,3	794,6 788,3	833,4 821,7	1267,0 1249,0	920,6 836,0	1086,0 1054,9	1782,1 1756,4
ГСО – число бумаг, млн. шт – стоимость, млрд. руб.	145,0 144,7	246,2 242,5	124,4 123,6	- -	100,0 99,9	- -	- -	- -
Итого, млрд. руб.	857,2	1288,8	911,9	821,7	1348,9	836,0	1054,9	1756,4
ВОЗ – число бумаг, тыс. шт. – стоимость, млн. долл. США	- -	- -	- -	- -	- -	- -	15 3000	34,5 6904,6

Составлено по данным Минфина РФ: Государственный долг [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://minfin.ru/ru/perfomance/public_debt/

Тем не менее за период исследования сумма средств, привлеченных государством посредством эмиссии облигаций, выросла в 2,46 раза при среднегодовом темпе прироста в 13,8%. Однако количественно объем выпуска увеличился несколько больше – в 2,49 раза. В результате происходило периодическое отставание эмиссионной стоимости, по которой облигация размещалась через аукцион или по подписке первичным инвесторам, от номинала (1000 руб.). Например, в 2010г. курс составил 99,6%, а в 2015 г. он упал до уровня 90,8% от номинала. В 2017 г. эмиссионная цена снова вплотную приблизилась к номиналу (98,6%)

Положительно характеризует ситуацию на рынке ОФЗ возвращение долгосрочных облигаций, которые прежде были непривлекательны для

потенциальных инвесторов. Так, в 2016–2017 гг. размещались облигации сроком обращения до 20,5 года.

Рынок государственных сберегательных облигаций (ГСО) развивался с обратной тенденцией: он устойчиво сокращался, а с 2015 г. выпусков вообще не было. Изначально этот нерыночный фондовый инструмент был предназначен для ограниченного контингента инвесторов, прежде всего субъектов страхового бизнеса, государственных корпораций, разного рода фондов (государственного и негосударственных пенсионных, инвестиционных, государственных внебюджетных и т.д.), являющихся резидентами Российской Федерации. Причем перечень инвесторов, допускаемых к закрытой подписке, заранее регламентировался государством. Как нерыночный инструмент ГСО не могли быть предметом залога или перепродажи, что также снижало их инвестиционную привлекательность.

В условиях антироссийских санкций, закрывших доступ «государственных» банков на иностранный межбанковский рынок, Россия вернулась к эмиссии облигаций внешнего займа (ВОЗ). В 2016г. было размещено 15 тыс. штук суммарной стоимостью 3 млрд. долларов. Номинал облигации составил 200 тыс. долларов, а срок обращения – 3655 дней. Три четверти выпуска было приобретено зарубежными инвесторами из США, Великобритании, Швейцарии, Франции и азиатских стран. Остальные бонды были приобретены субъектами финансового сектора экономики России, в первую очередь банками, страховыми организациями, инвестиционными фондами.

Первоначально предполагалось, что доходность облигаций будет на уровне 4,65–4,9% годовых. Однако антироссийские санкции привели к сбросу еврооблигаций зарубежными инвесторами и к вынужденному повышению обещаемой купонной доходности для обеспечения привлекательности бондов для стран, не участвующих в санкционной борьбе, или внутренних инвесторов.

В 2017г. объем выпуска облигаций внешнего займа был увеличен в 2,3 раза, причем ставка сделана не столько на зарубежные рынки, сколько на резидентов России (юридических и физических лиц), попавших под санкции, но имеющих счета в оффшорах или банках Швейцарии, Великобритании, США и других странах. За счет эмиссии евробондов государство рассчитывает вернуть капиталы, вывезенные за пределы страны, и провести масштабную «деофшоризацию» крупного бизнеса.

С этой же целью были созданы внутренние оффшоры в Приморском крае (на острове Русский) и в Калининграде (остров Октябрьский). Первым клиентом российских оффшоров может стать компания En+ HoldingLimited – дочерняя

структура En+ Олега Дерипаски. Для повышения инвестиционной привлекательности ВОЗ предлагается освободить от налогов доходы, полученные в результате переоценки долларовых облигаций в рубли.

Таким образом, после дефолта 1998г. рынок государственных ценных бумаг восстанавливается. Он приобрел экономически оправданные параметры: относительно невысокая доходность при повышенном уровне надежности. Однако низкие темпы восстановления рынка и высокая волатильность объемов выпуска государственных облигаций свидетельствуют о наличии нереализованных возможностей для дальнейшего развития.

Что касается рынка субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, то его развитие в целом отвечает тем же характеристикам, что и рынок федеральных облигаций: высокий уровень волатильности при общей тенденции к росту объемов эмиссии. Соотношение между субфедеральными и муниципальными бондами также меняется незначительно, но рост заимствований местных органов власти в 2016 – 2017гг. (после обвала в 2015 г.) растет опережающими темпами, в результате чего удельный вес их ценных бумаг постепенно повышается (табл. 3).

Таблица 3 – Объем и структура эмиссии субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в России

Table 3 – Volume and structure of issue of sub-Federal and municipal securities in Russia

Показатели	2011г.	2012г.	2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.
Объем эмиссии, млрд. руб.							
Всего	415,5	384,0	461,4	451,0	86,4	160,6	214,4
в т.ч.							
– субъекты РФ	407,2	375,4	450,7	442,1	83,1	153,7	203,3
– муниципальные образования	8,3	8,6	10,7	8,9	3,3	6,9	10,1
	Структура эмиссии, %						
Всего	100	100	100	100	100	100	100
в т.ч.							
– субъекты РФ	98,00	97,76	97,68	98,03	96,18	95,7	94,8
– муниципальные образования	2,00	2,24	2,32	1,97	3,82	4,3	5,2

Составлено по данным Минфина РФ: Государственный долг [Электронный ресурс] – URL: http://minfin.ru/ru/perfomance/public_debt/ (дата обращения: 10.05.2018).

Таким образом, несмотря на заметную активизацию рынка облигаций региональных органов власти в 2016г., когда 22 субъекта Федерации выпустили облигации суммарно на 153,7 млрд. рублей, объем эмиссии не достиг и половины от уровня 2011–2014гг. Ведущие позиции в рейтинге регионов – эмитентов заняли Московская и Нижегородская области, которые выпустила облигаций общей эмиссионной стоимостью 25 млрд. руб. и 18,2 млрд. руб. Минимальный объем выпуска состоялся в Карелии 1 млрд. рублей.

Облигации региональных органов власти размещались главным образом посредством аукционных торгов на Московской бирже. При этом предметом торгов выступала купонная доходность, а в случае недостаточной активности покупателей торг мог идти и по эмиссионной стоимости.

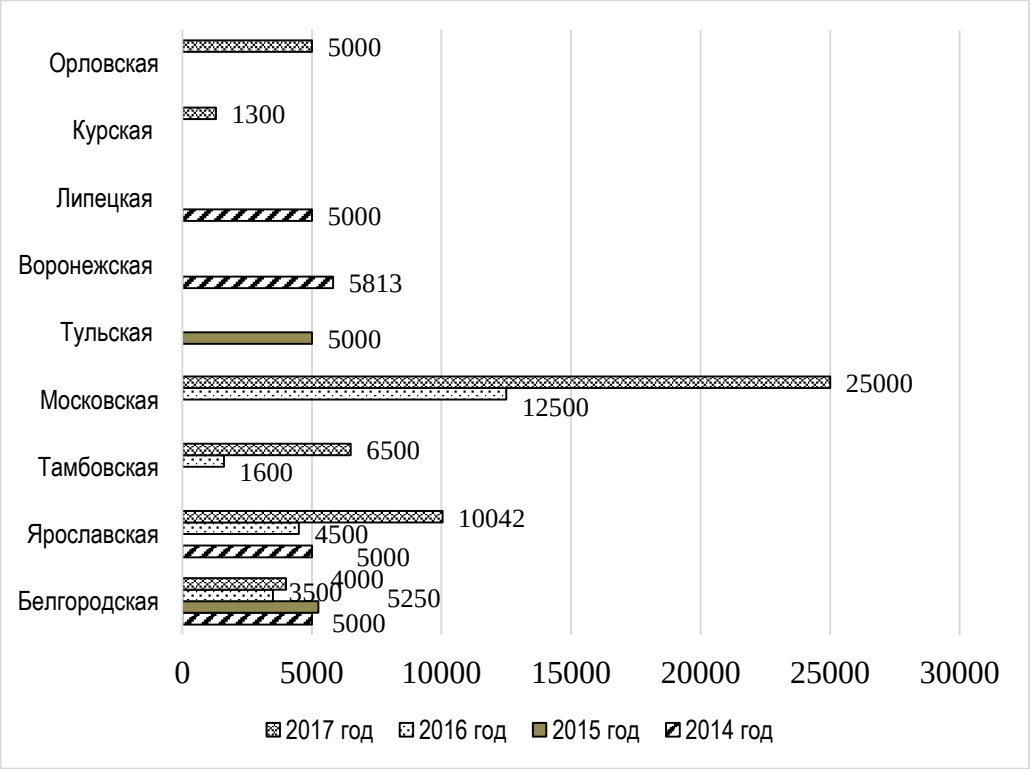
Тенденция к оживлению эмиссионной деятельности этого сегмента фондового рынка продолжилась и в 2017г.: об итогах выпуска региональных облигаций отчитались 30 субъектов Федерации, хотя, согласно списку Правительства России, 50 регионов страны могли выпустить облигации с целью снижения объемов своей задолженности.

Следует отметить, что облигации региональных и муниципальных органов власти менее привлекательны для инвесторов, поскольку уровень рисков по ним выше, чем по федеральным бондам, а ликвидность, напротив, ниже. Эти недостатки эмитенты вынуждены компенсировать повышенной доходностью своих бондов. Но даже в этом случае обслуживание облигационных займов обходится регионам и муниципалитетам дешевле, чем банковские кредиты.

Наиболее активным федеральным округом в сфере эмиссии субфедеральных ценных бумаг традиционно выступает Центральный (рис. 1).

Информация, представленная на рисунке 1, свидетельствует, что в 2017г. из 18 регионов Центрального федерального округа только шесть эмитировали субфедеральные облигации, в то время как половина субъектов вообще не использовали выпуск бондов для финансирования дефицита своих бюджетов или реализации региональных целевых программ в 2014–2017гг. Абсолютными лидерами по числу эмиссий выступают Белгородская и Ярославская области, а по объему привлеченных средств – Московская область.

Все регионы ЦФО придерживаются сходных параметров конструирования, эмиссии и размещения своих облигаций. Так, основная часть бондов является купонной с амортизацией номинала облигации в течение всего срока обращения бумаги. Начисление купонного дохода производится на остаточную стоимость, что снижает среднюю доходность облигации для инвестора, но одновременно и сокращает финансовое бремя эмитентов по обслуживанию своих бумаг.



Составлено по данным Минфина РФ: Государственный долг [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://minfin.ru/ru/perfomance/public_debt/

Рисунок 1 – Объемы эмиссии субфедеральных ценных бумаг в Центральном федеральном округе, млн. руб.

Figure 1–Volumes of issue of sub-Federal securities in the Central Federal district, mln. rub

Непосредственно размещение производится либо в ходе аукциона на Московской бирже ММВБ-РТС, либо по открытой подписке через организатора выпуска (ММВБ или уполномоченный банк). Тем не менее в ряде случаев предметом торгов выступал как размер купонного дохода, так и номинальная стоимость облигаций, в результате чего эмиссионная стоимость оказалась ниже номинала.

Что касается эмиссии муниципальных ценных бумаг, то в 2017 году только три муниципальных образования обратились к этому источнику финансирования своих бюджетов: Томск, Новосибирск и Нижний Новгород. Причем Томск выпустил облигации в рамках Программы, предусматривающей эмиссию бумаг в течение нескольких лет небольшими выпусками. В результате

объем выпуска составил всего 121,1 млн. руб., а срок обращения бондов завершается в 2018г. и 2019г.

Параметры эмиссии муниципальных облигаций Новосибирска и Нижнего Новгорода очень близки: объем выпуска 5 млрд. руб., размещение через ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» как организатора. Срок обращения новосибирских бумаг составит 10 лет, нижегородских – 5 лет.

Несмотря на привлекательность облигаций как источника финансирования дефицитов бюджетов соответствующих уровней, регионы часто бывают отсечены от возможности их эмиссии не только по причине пассивности власти, сложности в организации выпуска или низкой инвестиционной привлекательности ценных бумаг. Некоторые препятствия для активизации эмиссионной деятельности регионов и муниципалитетов создаются техническими ограничениями, накладываемыми на органы Бюджетным кодексом[1] и законом «Об особенностях эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг»[2].

Например, Бюджетным кодексом лимитируются размеры бюджетной задолженности органа власти соответствующего уровня по отношению к доходной части главного финансового плана территории, удельный вес затрат на обслуживание государственного и муниципального долга, предельный дефицит бюджета.

Тем не менее возможности регионов и муниципалитетов по эмиссии облигаций заметно расширились. Это было продиктовано не только потребностью снижения финансовой нагрузки по обслуживанию кредитов, привлеченных на финансирование дефицитов бюджетов, но и необходимостью формирования благоприятного инвестиционного климата, развития инфраструктуры инвестиционных процессов, создающих условия для повышения предпринимательской активности и оптимального перелива капитала от поставщиков капитала к его потребителям на подконтрольных территориях.

Безусловно, определить эффективность облигационного заимствования региональных и тем более муниципальных органов власти с позиции их влияния на уровень развития предпринимательской активности и формирования

[1]Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 № 145-ФЗ (ред. от 03.08.2018) [Электронный ресурс] – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19702/

2Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг: Фед. закон от 29.07.1998 №136-ФЗ (последняя редакция) – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19587/ (дата обращения: 10.05.2018).

благоприятной инвестиционной среды представляется довольно проблематичным, особенно с точки зрения воздействия займов на региональное инновационное развитие и предпринимательский климат. Однако в рамках проведенного исследования были сопоставлены объемы размещения субфедеральных и муниципальных облигаций за последние три года с показателями инновационной и предпринимательской активности в регионах ЦФО. В качестве показателей инновационной и предпринимательской активности использованы результаты рейтингов, составленных по разным методикам. Укрупненные расчеты производилось на материалах Центрального федерального округа.

В качестве входящих переменных использовались показатели «Отношение индивидуальных предпринимателей к численности экономически активного населения, %», «Рейтинг регионов по обороту продукции малых предприятий на душу населения», «Рейтинг регионов по индексу готовности к будущему» и «Рейтинг регионов по уровню инновационности».

Индекс готовности к будущему (ИГБ) выступает интегральным показателем, отражающим потенциал развития предпринимательства в субъекте Российской Федерации. Он исчисляется как среднеарифметическое значение нормализованных показателей, включенных в него индексов.

Соответственно нормированные значения показателей по каждому региону определяются как отношение разницы между значением показателя в регионе и минимальным значением показателя по всем регионам к разнице между максимальным и минимальным значениями данного показателя по всем регионам. Таким образом, диапазон значений нормированных показателей ограничивается интервалом от 0 (у регионов с минимальным значением показателя) до 1 (у регионов с максимальным значением показателя). Подобный подход к нормированию учитывает позитивный характер отобранных показателей, т.е. более высокие значения показателя соответствуют положительной динамике процесса и способствуют росту значения индекса.

На завершающем этапе построения рейтинга были выполнены ранжирование регионов в порядке убывания величины ИГБ и присвоение им соответствующих рангов. Если несколько регионов имеют равные значения индексов, то им присваивается одинаковый ранг, соответствующий высшему рангу в данном наборе значений.

Таким образом, в итоге были сопоставлены объемы эмиссии субфедеральных облигаций в 2015–2017гг. в регионах ЦФО с показателями, интегрально отражающими их инновационную и предпринимательскую

активность («Удельный вес индивидуальных предпринимателей в численности экономически активного населения», «Рейтинг по обороту продукции малых предприятий на душу населения», «Рейтинг субъектов Российской Федерации по индексу готовности к будущему» и «Рейтинг инновационных регионов»). Результаты расчетов показали, что наибольшие объемы облигационных заимствований были осуществлены в субъектах ЦФО, которые не являются лидерами по инновационной и предпринимательской активности субъектов хозяйствования, и наоборот. Так, например, г.Москва, уровень предпринимательской активности в котором максимален, не испытывает потребности в привлечении средств посредством эмиссии облигаций, поскольку и без этого инструмента ее бюджет исполняется с профицитом. Однако даже при исключении из выборки регионов, которые не проводили выпуск облигаций в течение периода исследования, однозначная картина не формируется. Это позволяет сделать вывод о том, что облигационные займы используются не на развитие инвестиционных процессов в субъектах Федерации, а на финансирование текущих потребностей территорий: финансирование дефицитов бюджета или погашение бюджетной задолженности перед банками.

Рассчитанные коэффициенты ранговой корреляции объемов облигационных займов достоверно коррелируют с активностью малого бизнеса: парный коэффициент корреляции с удельным весом индивидуальных предпринимателей по отношению к экономически активному населению составил 0,68, а с рейтингом по обороту продукции малых предприятий на душу населения –0,56. Статистически значимая корреляция с показателями предпринимательского климата (готовность к будущему) и инновационной активности отсутствует: коэффициенты составили 0,07 и 0,30 соответственно.

Таким образом, к настоящему времени эмиссия субфедеральных и муниципальных облигаций диктуется скорее потребностью финансирования бюджетных дефицитов, нежели необходимостью развития инновационных процессов и совершенствования инвестиционного климата на подконтрольных территориях.

Что касается рынка корпоративных облигаций, то он динамично развивается, хотя в настоящее время его потенциал не использован и наполовину. Так, по оценкам Центрального банка России, за январь – сентябрь 2017г. размер задолженности, привлеченной субъектами нефинансового сектора национальной экономики, вырос на 711 млрд. руб., что почти в 2 раза больше прироста объемов привлеченных ими банковских кредитов. В результате удельный вес облигаций в общем объеме привлеченных средств в сентябре

2017г. вплотную приблизился к 20%, а эмиссионная активность организаций реального сектора экономики оказалась выше, чем организаций финансовой сферы. Однако размер кредитного портфеля нефинансовых организаций на начало 2017г. в 5 раз превышал рыночную стоимость облигационных заимствований[1].

Привлекательность облигационных заимствований для субъектов хозяйствования объясняется возможностью привлечения крупного капитала на среднесрочной и долгосрочной основе для финансирования масштабных инвестиционных проектов с длительным сроком реализации. Дополнительным преимуществом корпоративных облигаций выступают пониженная (по сравнению с кредитом) плата за заемные средства и отсутствие жестких требований к залоговому обеспечению. Эмиссия и размещение этих бумаг способствуют расширению сети инвесторов, включая мелких и средних, а также созданию кредитной истории для относительно новых предприятий или субъектов бизнеса, до этого не привлекавших крупных банковских заимствований.

Современное российское законодательство расширило линейку корпоративных облигаций, введя в практический оборот помимо классических бондов, предусматривающих обязательную регистрацию проспекта эмиссии и отчета об итогах выпуска в Центральном банке России, выпуск биржевых и казначейских облигаций.

Эмиссия классических облигаций жестко контролируется Центральным банком, однако для облегчения этой процедуры внесены изменения в части оценки финансового состояния потенциального эмитента и внедрения так называемой программы эмиссии, в соответствии с которой корпорация получает разовое разрешение мегарегулятора национального финансового рынка на выпуск облигаций в заранее заявленном объеме в течение установленного временного горизонта (несколько лет). Это позволяет эмитенту проводить выпуски в форме отдельных траншей, размер которых определяется потребностью в финансовых ресурсах, не отвлекаясь на получение очередного разрешения от Центрального банка. В настоящее время Программы облигаций получили широкое распространение в корпоративном секторе, особенно при реализации проектов, предусматривающих длительный цикл инвестирования.

[1]Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов (одобрено Советом директоров Банка России 10.11.2017) [Электронный ресурс] – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_282452/

Центральный банк предусматривает жесткие требования к параметрам, которым должен соответствовать потенциальный эмитент классических корпоративных облигаций:

– размер корпорации должен позволять генерировать выручку не менее 1 млрд. руб. (в Московской области – не менее 2 млрд. руб.) при располагаемых активах не менее 1 млрд. руб.,

– предприятие должно иметь устойчивое положение на рынке как минимум в трехлетней ретроспективе с позитивным прогнозом дальнейшего развития,

– уровень задолженности не должен угрожать ликвидности и платежеспособности субъекта хозяйствования.

В ближайшее время, согласно предпочтениям Центрального банка, потенциальный эмитент должен входить в «ТОП-300 крупнейших частных компаний России» или являться градообразующим (системнозначимым) предприятием.

Кроме того, Центральный банк рекомендует корпорациям, желающим выпустить классические облигации, получить кредитный рейтинг в рейтинговом агентстве, аккредитованном Центробанком России, а также положительное аудиторское заключение от надежной аудиторской компании с выводом о надежности финансового состояния будущего эмитента. Целесообразно, чтобы собственник компании внедрил стандарты корпоративного управления и раскрывал юридическую, финансовую и иную информацию о бизнесе неограниченному кругу лиц и др.

В 2017г., согласно Рэнкингу эмитентов корпоративных облигаций, составленному Группой компаний Cbonds, лидерами по объему выпуска стали:

– Роснефть, которая выпустила 8 траншей облигаций суммарной эмиссионной стоимостью 1051 млрд. руб. и заняла 36,55% первичного рынка облигаций по итогам года;

– Внешэкономбанк с объемом эмиссии в рамках 7 выпусков Программы облигаций 158 млрд. руб. (5,49%);

– Дом.РФ Ипотечный агент, выпустивший рублевых облигаций на 109 млрд руб. (3,79%);

– Транснефть, которая провела 5 выпусков облигаций в рамках Программы на общую сумму 107 млрд руб. (3,72% суммарной эмиссии корпоративных облигаций).

Аутсайдером в рейтинге эмитентов корпоративных облигаций стала компания «Ипотечный агент» со своими проектами Санрайз-1 и Санрайз-2, в

рамках которых она провела эмиссию в общей сложности на 6 млн. руб. (по 3 млн. руб. на проект».[1]

В целом по итогам 2017г. суммарный объем эмиссии корпоративных облигаций вырос по сравнению с 2016г. на 22% (или 517,6 млрд. руб.), а численность эмитентов, напротив, сократилась со 150 до 134 компаний.

Отраслевую структуру эмитентов корпоративных облигаций в 2017г. можно представить следующим образом (рис. 2):



Составлено по данным cbonds.info

Рисунок 2 – Отраслеваяструктуракорпоративныхоблигаций
Figure 2–Sectoral structure of corporate bonds

Таким образом, ведущими эмитентами корпоративных облигаций выступают акционерные общества нефтегазового и банковского секторов экономики с суммарной глубиной первичного рынка в 54%. Именно здесь сконцентрированы крупнейшие субъекты хозяйствования с хорошим финансовым состоянием и высокой потребностью в крупном заемном капитале на среднесрочной и долгосрочной основе.

[1]Рэнкинг эмитентов (внутренний рынок, корпоративный сектор) [Электронный ресурс] – URL:http://ru.cbonds.info/rankings/item/465

Б) Инвестиционная привлекательность облигаций

Инвестиционная привлекательность государственных (муниципальных) и корпоративных облигаций складывается под влиянием широкого спектра факторов, ключевыми среди которых выступают уровни:

– инфляции в национальной экономике и доходности альтернативных объектов инвестирования,

– рисков облигаций и их финансовых альтернатив (прежде всего банковских вкладов),

– доходов потенциальных инвесторов (главным образом юридических и физических лиц),

– доверия потенциальных инвесторов к эмитентам и их поручителям;

– развития финансовых рынков и финансовых институтов, составляющих фундамент инфраструктуры рынка ценных бумаг в регионах России.

Гипотетически мощнейшей категорией поставщиков капитала выступает индивидуальный сектор. Об этом свидетельствует зарубежный опыт. Однако, адаптируя пирамиду А. Маслоу к условиям современного фондового рынка России, можно предложить следующие объяснения низкой привлекательности корпоративных облигаций для физических лиц:

– 10% доходов населению рекомендуется вкладывать в безрисковые активы. В настоящее время такими вложениями можно считать только застрахованные депозиты коммерческих банков;

– около 70% остальных инвестиционных вложений можно размещать между активами среднего уровня рисков: паями ПИФов, облигациями, акциями стабильных предприятий и т.д.;

– оставшиеся средства могут быть использованы для игры на фондовом рынке или рисковых спекулятивных операций[1].

Однако размещать временно свободные денежные средства можно только после того, как потенциальные инвесторы удовлетворили свои первоочередные потребности в пище, одежде, крове, отдыхе и т.д. Однако низкий уровень среднедушевых доходов большинства домохозяйств отсекает население от инвестиционных операций на фондовом рынке.

Кроме того, серьезные финансовые потрясения 1998г., 2008г. и 2014г. подорвали доверие потенциальных инвесторов к долговым фондовым инструментам. Поэтому облегчение процедуры эмиссии и размещения

[1]Попова О.В., Леонова О.В., Иващенко Т.Н. Корпоративные облигации как перспективный источник финансирования инновационно-инвестиционных проектов в предпринимательстве // Среднерусский вестник общественных наук. –2017. – Том 12. – №6. – С. 233– 245.

облигаций за счет снижения требований к финансовому состоянию эмитентов и продолжительности ретроспективного анализа его деятельности повышает уровень рисков для инвесторов и повышает их недоверие к государственным (муниципальным) и корпоративным облигациям.

В этой связи основным направлением повышения инвестиционной активности на национальном рынке облигаций является вовлечение физических лиц в инвестиционный процесс. Государство предпринимает определенные шаги в этом направлении. Помимо отмены НДФЛ на доходы по облигациям с 1.01.2018 г., с 1 января 2015г. появился специфический институт инвестирования для физических лиц – Индивидуальные инвестиционные счета (ИИС). Он предусматривает обособленный учет денежных средств и ценных бумаг граждан на основе договора на брокерское обслуживание или договора доверительного управления. Средства, внесенные на инвестиционный налоговый счет в текущем году, могут частично вернуться своему владельцу через налоговый вычет в размере 13% от суммы взноса (но право на вычет имеют взносы, размер которых не больше 400 тыс. руб., а срок размещения – не менее 3 лет).

Другим способом повышения инвестиционной привлекательности облигаций для населения является паевое инвестирование. В настоящее время процесс концентрации ПИФов в руках крупнейших банков с разветвленной филиальной сетью уже пошел на спад, но за это время физическая доступность паев ПИФов для жителей регионов, прежде отсеченных от паевого инвестирования, существенно выросла. Однако уровень информированности потенциальных инвесторов недостаточен для существенных позитивных подвижек в этом направлении.

В) Состояние инфраструктуры фондового рынка

Инфраструктура фондового рынка создает необходимые условия для эмиссии, размещения и обращения ценных бумаг.

В целом уровень ее развития отвечает современному состоянию рынка облигаций России, но в этом направлении был предпринят ряд важных действий.

Особого внимания заслуживает продолжающийся процесс создания специальных институтов инфраструктуры фондового рынка – инвестиционных банков, основные интересы которых лежат в сфере финансового посредничества при выпуске и размещении ценных бумаг. Инвестиционные банки повысили физическую и финансовую доступность услуг на первичном

рынке облигаций для эмитентов, которые не представляют ценности для Московской биржи ММВБ-РТС.

Инвестиционные банки успешно вписались в конфигурацию первичного рынка, на котором в настоящее время используются общемировые технологии размещения бондов: открытая подписка среди неограниченного круга потенциальных инвесторов в рамках биржевого и внебиржевого размещения, а также внебиржевая закрытая подписка, применяемая, как правило, для коммерческих облигаций через Центральный депозитарий (рис. 3).

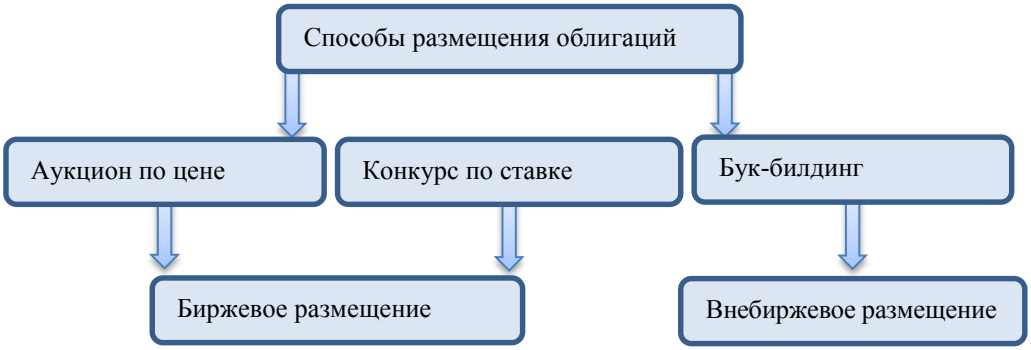


Рисунок 3 – Способыразмещенияоблигаций[1]
Figure 3 – Methods of placement of bonds

Особую популярность среди региональных эмитентов или при относительно небольшом объеме выпуска приобретает технология бук-билдинга, под которым понимают открытие книги заявок, заполняемой потенциальными инвесторами в ходе роуд-шоу (рекламной кампании).

Развитию региональной инфраструктуры и активизации инвестиционных процессов в субъектах Федерации способствовал выкуп управляющих компаний паевых инвестиционных фондов ведущими коммерческими банками (прежде всего Сбербанком, ВТБ, Райффайзен, Открытие и т.д.). Это способствовало росту доступности фондовых инструментов для региональных инвесторов и расширило круг потенциальных поставщиков капитала для эмитентов государственных (муниципальных) и корпоративных облигаций.

Положительно характеризует тенденции развития инфраструктуры фондового рынка ужесточение требований к профессиональным участникам

[1] Составлено авторами

рынка ценных бумаг. Это приводит к укрупнению организаций и вытеснению с рынка профессионалов, не отвечающих стандартам Национальной ассоциации участников фондового рынка России (НАУФОР) и нормам отечественного законодательства (табл. 4).

Таблица 4 – Численность основных профессиональных участников фондового рынка России

Table 4 – NumberofkeyprofessionalparticipantsintheRussianstockmarket

Категории участников	Годы				2017г. в % к 2014г.
	2014	2015	2016	2017	
Брокеры	885	803	616	436	49,27
Дилеры	888	811	633	469	52,82
Форекс-дилеры	н/д	1	1	6	х
Управляющие	783	708	520	328	41,89
Депозитарии	616	573	492	389	63,15
Регистраторы	37	39	39	35	94,59
Управляющие компании ПИФ	402	395	371	330	82,09
Специализированные депозитарии	44	38	39	39	88,64

Составлено по данным: Участники фондового рынка в цифрах –URL: https://idekart.ru/articles/335067https://idekart.ru/articles/335067 (дата обращения: 10.05.2018).

Максимальное сокращение инфраструктурных организаций демонстрируют фондовые посредники (брокеры и дилеры), а также управляющие. Причем уровень их концентрации в Москве и Санкт-Петербурге свидетельствует о низкой востребованности подобных услуг в регионах страны. В частности, только 25,9% брокеров, 27,7% дилеров и 24,0% управляющих зарегистрированы во «внестоличных» субъектах Федерации, хотя именно эти категории профессиональных участников плотнее всего работают с инвесторами.

Выводы. Исходя из вышеизложенного, можно заключить, что фондовый рынок является перспективным источником финансовых ресурсов для органов государственной и муниципальной власти, бизнес-сообщества. Однако потенциал эмиссии облигаций для привлечения денежных средств на финансирование дефицита бюджетов и государственных целевых программ, реализацию крупных инвестиционных проектов по реконструкции,

модернизации и расширению производственно-финансовой деятельности экономическими агентами разных сфер народного хозяйства используется в недостаточной степени.

Проведенный анализ инвестиционных процессов, протекающих на рынке облигаций, в разрезе его ключевых элементов показал, что основным сдерживающим фактором первичного и вторичного сегментов рынка бонов выступает поведение инвестора. Повышение финансовой грамотности юридических и особенно физических лиц, уровня жизни населения и доходности бизнеса являются необходимыми условиями активизации эмиссионной деятельности предпринимательских структур для финансирования крупных инновационно-инвестиционных проектов и государства в реализации своих властных полномочий.

Однако и в сфере активизации эмиссионной деятельности государственных и муниципальных органов власти существуют нерешенные проблемы, среди которых в качестве основной можно назвать финансовую несостоятельность значительной части субфедеральных и тем более местных бюджетов вследствие нерациональной политики межбюджетных отношений. В результате по формальным признакам соответствующие территории не могут выпускать долговые инструменты для реализации программ своего социально-экономического развития. Эмиссия может быть продиктована только потребностью погашения задолженности перед кредитными организациями или для снижения дефицита бюджета. Поэтому необходима некоторая либерализация законодательства в сфере эмиссионной деятельности региональных и муниципальных органов власти. Это приведет к увеличению доходной части соответствующих бюджетов, позволит активизировать инициативность органов власти в сфере реализации социально-экономической политики, проводимой на подведомственной территории.

Что касается рынка государственных облигаций федерального уровня, то здесь целесообразно использовать чрезвычайно успешный опыт ведущих зарубежных стран, выпускающих долгосрочные боны (срок обращения до 30 лет), предназначенные для физических лиц. Эти бумаги считаются эталонным по уровню надежности (безрисковости) финансовым инструментом, который используется с целью накопления средств на отдаленную перспективу. Такие облигации освобождены от уплаты налогов на доходы, могут служить предметом залога в любой финансово-кредитной организации. Допустимо даже пенсионные накопления держать в виде портфеля долгосрочных государственных ценных бумаг. В условиях России, пережившей три

финансовых кризиса в своей новейшей истории, с целью повышения инвестиционной привлекательности федеральных облигаций для физических лиц было бы целесообразно помимо этого страховать их по аналогии со страхованием банковских депозитов для населения. Это позволит привлечь средства множества мелких инвесторов и в значительной степени заместить сузившийся рынок внешних заимствований.

На корпоративном сегменте первичного рынка облигаций повышение заинтересованности эмитентов к бонам может быть простимулировано снижением затрат на выпуск и размещение ценных бумаг за счет субсидирования процентной ставки и части затрат на эмиссию, предоставлением государственных гарантий по облигационным займам, оказанием информационной поддержки. Безусловно, государство должно принимать участие в финансовой поддержке эмитента только в тех случаях, когда выпуск облигаций связан с реализацией инвестиционного проекта, имеющего важное значение для социально-экономического развития отдельной территории или страны в целом.

В сфере развития инфраструктуры фондового рынка вообще и рынка облигаций в частности считаем целесообразным активизировать усилия по ее ускоренному проникновению в регионы России, поскольку в настоящее время она на 80–90% сконцентрирована в Москве и Санкт-Петербурге. Причем конфигурация финансовых рынков и институтов должна адаптироваться к потребностям и возможностям конкретного субъекта Федерации. В этом случае станет возможно в максимальной степени вовлечь средства потенциальных инвесторов в социально-экономическое развитие государства при обеспечении рационального соотношения риска и доходности для поставщиков капитала.

Реализация указанных рекомендаций позволит активизировать рынок государственных (муниципальных) и корпоративных облигаций в России, обеспечить бизнес необходимыми финансовыми ресурсами на модернизацию экономики страны, повышение ее технологичности, инновационности и эффективности, а власть – привлечь средства для решения социально-экономических и политических задач, отвечающих потребностям общества.

Библиография/References:

1. Бондарева Ю.Э. Обзор рынка облигаций в Центральном федеральном округе. – URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27742/12.pdf (дата обращения: 25.08.2018).

2. «Бондизация» – развитие облигационного рынка. Аналитическая записка Департамента развития финансовых рынков Банка России. – URL: http://www.cbr.ru/Content/Document/File/16751/07.pdf (дата обращения: 24.07.2018).

3. Вавулин Д.А. Облигационные займы как альтернативный источник финансирования дефицита региональных бюджетов // Финансы и кредит. –2013. – №4 (570). – С. 31– 42.

4. Глущенко А.Ю. Инвестиционная привлекательность облигаций для физических лиц после введения льготного налогообложения на рынке корпоративных облигаций // Экономика и предпринимательство. – 2017. – № 9–3 (86). – С. 1037 – 1039.

5. Гусева И.А., Невская О.В. Субфедеральные и муниципальные облигации как инструмент финансирования инфраструктурных проектов в России // Инновации и инвестиции. – 2017. – №1. – С.24– 28.

6. Кузнецова А. Российский рынок облигаций – итоги 2016 года и перспективы развития. – URL:http://www.fs/moex.com.cbonds-2016-v-kuznecova.pdf (дата обращения: 24.07.2018).

7. Попова О.В., Леонова О.В., Иващенко Т.Н. Корпоративные облигации как перспективный источник финансирования инновационно-инвестиционных проектов в предпринимательстве // Среднерусский вестник общественных наук. – 2017. – Том 12 –№6. – С. 233–245.

8. Чайковская Е.В. Облигации как способ привлечения финансирования. – URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27534/11.pdf (дата обращения: 12.08.2018).

9. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. Пер. с англ. – М.: ИНФРА–М, 2001. –1028 с.

10. Lambert, S. Investing in corporate bonds: how income-hungry investors can tap firms direct or invest through funds. – URL: http://www.thisismoney.co.uk/money/guides/article-1714423/Corporate-bonds-A-guide-investing.html (дата обращения: 23.08.2018).

11. Whitecombe L/Best buy savings deals revealed: Challenger banks dominate list of top rates for those who can lock away cash. – URL: http://www.dailymail.co.uk/money/saving/article-5166967/Challenger-banks-dominate-savings-deals.html (дата обращения: 20.08.2018).

1. Bondareva, YU.E. Obzor rynka obligatsiy v Tsentral'nom federal'nom okruge [Review of the bond market in the Central Federal District]. – URL:

http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27742/12.pdf (data obrashcheniya: 25.08.2018). (In Russ.)

2. «Bondizatsiya» – razvitiye obligatsionnogo rynka. Analiticheskaya zapiska Departamenta razvitiya finansovykh rynkov Banka Rossii ["Bondization" - the development of the bond market. Analytical note of the Financial Markets Development Department of the Bank of Russia]. – URL: http://www.cbr.ru/Content/Document/File/16751/07.pdf (data obrashcheniya: 24.07.2018). (In Russ.)

3. Vavulin, D.A. (2013) Obligatsionnyye zaymy kak al'ternativnyy istochnik finansirovaniya defitsita regional'nykh byudzhetov [Bond loans as an alternative source of financing the deficit of regional budgets] // Finansy i kredit [Finance and credit]. – № 4 (570). – P. 31 – 42. (In Russ.)

4. Glushchenko, A.YU. (2017) Investitsionnaya privlekatel'nost' obligatsiy dlya fizicheskikh lits posle vvedeniya l'gotnogo nalogooblozheniya na rynke korporativnykh obligatsiy [Investment attractiveness of bonds for individuals after the introduction of preferential taxation on the corporate bond market] // Ekonomika i predprinimatel'stvo [Economy and Entrepreneurship]. – № 9–3 (86). – P. 1037 – 1039. (In Russ.)

5. Guseva, I.A., Nevskaya, O.V. (2017) Subfederal'nyye i munitsipal'nyye obligatsii kak instrument finansirovaniya infrastrukturnykh proyektov v Rossii [Subfederal and municipal bonds as a tool for financing infrastructure projects in Russia] // Innovatsii i investitsii [Innovations and investments]. – № 1. – P.24 – 28. (In Russ.)

7. Kuznetsova, A. Rossiyskiy rynok obligatsiy – itogi 2016 goda i perspektivy razvitiya [The Russian bond market - results of 2016 and development prospects]. – URL: http://www.fs/moex.com.cbonds-2016-v-kuznecova.pdf (data obrashcheniya: 24.07.2018). (In Russ.)

8. Popova, O.V., Leonova, O.V., Ivashchenko, T.N. (2017) Korporativnyye obligatsii kak perspektivnyy istochnik finansirovaniya innovatsionno-investitsionnykh proyektov v predprinimatel'stve [Corporate bonds as a perspective source of financing of innovative and investment projects in entrepreneurship] // Srednerusskiy vestnik obshchestvennykh nauk [Central Russian Journal of Social Sciences]. – Tom 12 – № 6. – P. 233 – 245. (In Russ.)

9. Chaykovskaya, Ye.V. Obligatsii kak sposob privlecheniya finansirovaniya [Bonds as a way to raise funds]. – URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/27534/11.pdf (data obrashcheniya: 12.08.2018). (In Russ.)

10. Sharp, U., Aleksander, G., Beyli, Dzh. (2001) Investitsii [Investments]. Per. s angl. – M.: INFRA–M. – 1028 p. (In Russ.)