УПРАВЛЕНЕЦ № 1/53/ 2015

Методологические принципы и условия выпуска субфедеральных облигаций

ЩЕРБАКОВ Александр Алексеевич
Аспирант кафедры финансов

Саратовский социально-экономический институт (филиал РЭУ им. Г.В. Плеханова)
410003, РФ, г. Саратов, ул. Радищева, 89
Тел.: (8452) 21-17-37
E-mail: chcherbakov@yandex.ru

Ключевые слова

ЦЕННЫЕ БУМАГИ
ЭМИТЕНТ
СУБЪЕКТ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
РОССИЙСКОЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО

Аннотация

Предметом статьи является детальное рассмотрение существующих условий и принципов эмиссии облигаций, эмитируемых для финансирования расходных обязательств бюджетов субъектов Российской Федерации.

Предпринята попытка глубокого анализа действующих нормативно-правовых актов, регламентирующих эмиссию субфедеральных облигаций, с целью выявления методологических принципов облигационного финансирования субъектов Российской Федерации в современных условиях.

Системный подход к исследованию нормативно-правовой базы послужил основанием для утверждения, что в отношении эмитентов субфедеральных облигаций установлены жесткие нормативные требования, касающиеся как непосредственно порядка действий при эмиссии облигаций, так и раскрытия соответствующей информации.

Сделан вывод, что в современных условиях целесообразно выделить специальные принципы эмиссии субфедеральных облигаций: принцип законодательной фиксации; принцип фиксированности срока до погашения; принцип определенности стоимости заимствований.

JEL classification

G18, G28, H74

Современный этап развития российского рынка облигаций характеризуется заметным ростом научно-практического интереса к сегменту субфедеральных облигаций. Субфедеральные облигации во многом являются уникальными финансовыми инструментами, что в свою очередь оказывает определенное влияние на условия и принципы их выпуска на отечественном облигационном рынке. Следует отметить, что в настоящее время подобные вопросы остаются практически не изученными в российской научной литературе, несмотря на то что существование значительных отличий субфедеральных облигаций от других видов облигаций в целом признается подавляющим большинством исследователей (иными словами, уникальность субфедеральных облигаций в настоящее время не ставится под сомнение) [15].

Если говорить об условиях выпуска субфедеральных облигаций, то подавляющее большинство специалистов при рассмотрении данной проблематики ограничивается анализом действующих нормативно-правовых актов (прежде всего Федерального закона «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ, который де-факто является основным нормативным документом, регламентирующим эмиссию субфедеральных облигаций). Причем проводимый анализ нередко имеет черты не столько экономического, сколько юридического научного исследования (в частности, распространено проведение ретроспективного анализа изменений и дополнений, вносимых в законодательные акты, а также выявление неточностей и противоречий).

Стоит отметить, что российское законодательство имеет определенные недостатки, которые во многом объясняются тем, что в нормативные акты часто вносятся изменения и дополнения. Так, например, в Федеральный закон «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» изменения вносились в 2005 г. (18 июля и 26 декабря), в 2006 г. (19 декабря), в 2007 г. (26 апреля) и в 2012 г. (14 июня) [10].

Что касается методологических принципов облигационного финансирования применительно к субфедеральным облигациям, то эта проблематика практически не рассматривается в российской специализированной литературе: публикаций, посвященных даже наиболее общим принципам облигационного финансирования, крайне мало (как нам представляется, наиболее полно эта проблематика раскрыта Ю.В. Семерниной, причем выделенные ею принципы облигационного финансирования вполне применимы к субфедеральным облигациям, представленным на российском рынке) [12. С. 12–23; 13. С. 43–80].

Таким образом, следует признать, что принципы и условия эмиссии субфедеральных облигаций объективно требуют дальнейшего изучения и анализа, так как в современных экономических реалиях – сокращение доходов бюджетов субъектов Российской Федерации при одновременном увеличении их расходов, усугубляющемся ростом стоимости привлекаемых финансовых ресурсов и снижением интереса иностранных инвесторов к вложениям в российский фондовый рынок в целом, – логично ожидать резкого роста объема данного сегмента на национальном облигационном рынке и, соответственно, возрастания роли подобных субфедеральных заимствований в рамках всей российской экономики. Обратим внимание, что ожидаемый рост объемов эмиссий субфедеральных облигаций позволит обеспечить функционирование бюджета субъекта Федерации как инструмента регулирования социальной сферы региона [3] и регулирования развития экономики региона [4].

Необходимо отметить, что формальные условия эмиссии субфедеральных облигаций достаточно четко и однозначно определены в федеральном законе «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных цен-

UPRAVLENETS № 1/53/ 2015

Methodological Principles and Conditions for Issuing Subfederal Bonds

Aleksandr A. SCHERBAKOV
Postgraduate of Finance Dept.

Saratov Socio-Economic Institute (Branch of Plekhanov Russian University of Economics)
410003, RF, Saratov, Radischeva St., 89
Phone: (8452) 21-17-37
E-mail: chcherbakov@yandex.ru

Keywords

SECURITIES
ISSUER
SUBJECT OF THE RUSSIAN FEDERATION
RUSSIAN LEGISLATION

Abstract

The paper scrutinizes the existing conditions and principles of issuing bonds aimed at financing expenditure commitments of the budgets of the RF subjects.

The author has conducted an in-depth analysis of existing legal acts regulating the issue of subfederal bonds in order to discover methodological principles of bond financing of the RF subjects in today's conditions.

The systemic approach to studying legal framework enables us to assert that the issuers of subfederal bonds are subject to strict regulatory requirements which relate to both operating procedures of issuing bonds and disclosure of relevant information.

It is concluded that under current conditions it is advisable to distinguish the following specific guidelines for issuing regional bonds: the principle of legislative fixation; the principle of fixity maturity, and the principle of determining the cost of borrowing.

JEL classification

G18, G28, H74

ных бумаг» № 136-ФЗ от 29 июля 1998 г., причем в отношении субъекта Российской Федерации, выступающего эмитентом этих ценных бумаг, в обязательном порядке предусмотрено следующее [10]:

1) «высший исполнительный орган государственной власти субъекта Российской Федерации ... утверждает Генеральные условия эмиссии и обращения» субфедеральных облигаций «в форме нормативного правового акта ... субъекта Российской Федерации»;

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

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

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

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

- вид ценных бумаг;
- форму выпуска ценных бумаг;
- срочность данного вида ценных бумаг (краткосрочные, долгосрочные, среднесрочные);
- валюту обязательств;
- особенности исполнения обязательств, предусматривающих право на получение иного, чем денежные средства, имущественного эквивалента;
- ограничения (при наличии таковых) оборотоспособности ценных бумаг, а также на ограничение круга лиц, которым данные ценные бумаги могут принадлежать на праве собственности или ином вещном праве» [10].

При регистрации условий эмиссии и обращения субфедеральных облигаций также подразумевается выполнение ряда требований, а точнее, необходимо указать [10]:

1) вид ценных бумаг;

2) минимальный и максимальный сроки обращения субфедеральных облигаций;

3) номинальную стоимость одной ценной бумаги в рамках одного выпуска субфедеральных облигаций;

4) порядок размещения субфедеральных облигаций;

5) порядок осуществления прав удостоверенных субфедеральных облигаций;

6) размер дохода или порядок его расчета;

7) иные существенные условия эмиссии и обращения, имеющие значение для возникновения, исполнения или прекращения обязательств по субфедеральным облигациям, в том числе по ценным бумагам с правом выкупа их эмитентом до срока их погашения.

В свою очередь, при утверждении решения об эмиссии выпуска (дополнительного выпуска) субфедеральных облигаций априори подразумевается, что оно должно включать следующие обязательные условия [10]:

1) наименование эмитента;

2) дата начала размещения ценных бумаг;

3) дата или период размещения ценных бумаг;

4) форма выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг;

5) указание на вид ценных бумаг;

6) номинальная стоимость одной ценной бумаги;

7) количество ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска);

8) дата погашения ценных бумаг;

9) информация о соблюдении предельных размеров дефицитов бюджетов, долга и расходов на обслуживание долга, установленных Бюджетным кодексом Российской Федерации;

10) иные условия, имеющие значение для размещения, обращения субфедеральных облигаций, а также для исполнения обязательств по ценным бумагам, в том числе по ценным бумагам с правом выкупа их эмитентом до срока их погашения.

Примечательно, что достаточно жесткие формализованные требования предъявляются и к отчету об эмиссии субфедеральных облигаций, в частности, в нем должны быть указаны [10]:

1) государственные регистрационные номера выпусков государственных или муниципальных ценных бумаг, размещение которых осуществлялось в отчетном финансовом году;

2) порядок размещения ценных бумаг;

3) даты размещения ценных бумаг указанных выпусков;

4) даты погашения ценных бумаг указанных выпусков;

5) фактическая цена размещения ценных бумаг (в процентах от номинальной стоимости);

6) количество размещенных ценных бумаг указанных выпусков;

7) объем денежных поступлений в бюджет заемщика от размещения государственных или муниципальных ценных бумаг каждого из указанных выпусков.

Стоит обратить внимание и на тот факт, что перечисленные выше документы должны быть опубликованы в соответствии с требованиями Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ, причем помимо них дополнительно предполагается «опубликование и (или) раскрытие эмитентом иным предусмотренным законодательством Российской Федерации способом информации, связанной с решением о выпуске (дополнительном выпуске), в том числе информации о размере очередного купона по государственным или муниципальным ценным бумагам с переменным купонным доходом в соответствии с условиями эмиссии и обращения и решением о выпуске (дополнительном выпуске)», а также обязательная публикация органами исполнительной власти субъектов Российской Федерации ежеквартальных отчетов об исполнении бюджетов субъектов Российской Федерации и ежемесячной информации об объеме долга заемщика [10]. Иными словами, в отношении эмитентов субфедеральных облигаций установлены жесткие нормативные требования, касающиеся как непосредственно порядка действий при эмиссии облигаций, так и раскрытия соответствующей информации.

Как нам представляется, проанализировав условия эмиссии субфедеральных облигаций, предусмотренные действующим законодательством, помимо общих принципов облигационного финансирования, выделяемых Ю.В. Семерниной [11. С. 47–58], можно выделить и специальные принципы, характерные для национального рынка субфедеральных облигаций.

Во-первых, очень важным методологическим принципом при выпуске субфедеральных облигаций является ***принцип законодательной фиксации***.

Данный принцип подразумевает, что до начала размещения субфедеральных облигаций происходит утверждение генеральных условий эмиссии и обращения субфедеральных облигаций, условий эмиссии и обращения субфедеральных облигаций и решения о выпуске (дополнительном выпуске) субфедеральных облигаций, а после их размещения – утверждение отчета об итогах эмиссии субфедеральных облигаций, причем все документы принимаются один за другим в строгой последовательности и, за исключением решения о выпуске (дополнительном выпуске), в обязательном порядке имеют статус нормативных правовых актов субъекта Российской Федерации. Следует отметить, что в отношении решения о выпуске (дополнительном выпуске) субфедеральных облигаций обязательное требование его принятия в виде нормативного акта субъекта Российской Федерации в федеральном законе «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» № 136-ФЗ от 29 июля 1998 г. отсутствует, хотя субъекту Российской Федерации не запрещается принять его в виде нормативного акта.

В данном случае большое значение имеет последовательность принятия соответствующих нормативных актов, причем каждый последующий нормативный акт должен строго соответствовать ранее принятому нормативному документу, т.е. условия эмиссии и обращения и решение о выпуске субфедеральных облигаций в принципе не могут противоречить генеральным условиям их эмиссии и обращения [6].

Обратим внимание на то, что решение о выпуске (дополнительном выпуске) субфедеральных облигаций должно приниматься в рамках бюджетного процесса в субъекте Федерации. Российскими исследователями предлагаются различные группировки действий участников бюджетного процесса, в частности, выделяются общие (базовые) действия, действия отраслевых органов и действия финансовых органов [2. С. 29]. Принятие решения о выпуске субфедеральных облигаций может быть отнесено к двум последним видам действий субъектов бюджетного процесса.

Практическое применение принципа законодательной фиксации можно рассмотреть на примере эмиссии облигаций Белгородской области (в частности, этот субъект Российской Федерации осуществил эмиссию облигаций 30 июня 2014 г., разместив выпуск облигаций «БелгородскаяОбл-35008-об» на сумму 5,0 млрд р.) [9].

Так, правительством Белгородской области было принято постановление «Об утверждении генеральных условий эмиссии и обращения государственных облигаций Белгородской области» от 1 апреля 2013 г. № 114-пп, в соответствии с которым «эмитентом облигаций от имени области выступает правительство Белгородской области», а «обязательства, возникающие в результате эмиссии облигаций, подлежат оплате в валюте Российской Федерации», причем исполнение обязательств по ним «осуществляется в денежной форме» [7].

В постановлении правительства Белгородской области «Об утверждении Условий эмиссии и обращения государственных облигаций Белгородской области 2014 г. в форме документарных ценных бумаг на предъявителя с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» от 3 марта 2014 г. № 65-пп устанавливаются общие параметры выпуска субфедеральных облигаций, порядок размещения и обращения облигаций, порядок получения доходов и погашения облигаций, порядок выкупа облигаций

и выпуска выкупленных облигаций в последующее обращение, а также приводится информация об эмитенте и исполнении бюджета Белгородской области за 2011–2013 гг. [8]. В частности, в этом документе устанавливается, что «номинальная стоимость облигации … составляет 1000 (одна тысяча) рублей», при этом «весь выпуск оформляется глобальным сертификатом, который удостоверяет совокупность прав на облигации, указанные в нем», «сертификат на руки владельцам облигаций не выдается», а переход права собственности на субфедеральные облигации происходит «в момент осуществления приходной записи по счету депо приобретателя» [8].

В отношении данного выпуска облигаций решение об их эмиссии было принято постановлением Правительства Белгородской области «Об утверждении решения об эмиссии государственных облигаций Белгородской области 2014 г. в форме документарных ценных бумаг на предъявителя с фиксированным купонным доходом и амортизацией долга» от 9 июня 2014 г. № 214-пп, т.е. также имело место принятие нормативного акта субъекта Российской Федерации. В соответствии с данным документом устанавливаются конкретные параметры облигационного выпуска (в частности, определяется общий объем эмиссии облигаций (в данном случае он составляет 5 млрд р.), депозитарий, уполномоченный на хранение глобального сертификата), порядок размещения и обращения облигаций (определяется дата начала размещения облигаций), порядок осуществления прав, удостоверяемых облигациями, порядок расчета дохода и погашения облигаций (в том числе определяется срок погашения облигаций, количество и продолжительность купонных периодов), а также информация о соблюдении бюджетного законодательства [9].

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

Во-вторых, к методологическим принципам эмиссии субфедеральных облигаций, по нашему мнению, следует отнести ***принцип фиксированности срока до погашения***.

Этот принцип предполагает, что для эмитента субфедеральных облигаций крайне важен срок исполнения обязательств по погашению их номинальной стоимости, причем в каждый конкретный момент времени он должен иметь четкое и однозначное представление о величине своих обязательств перед владельцами облигаций.

На практике принцип фиксированности срока до погашения означает, что эмитенты субфедеральных облигаций при определении параметров облигационных выпусков будут принципиально отказываться от облигаций со встроенными опционами, причем эмитенты будут избегать как облигаций с опционами пут, так и с опционами колл [16. С. 7].

Традиционно считается, что облигации со встроенными опционами являются более предпочтительными для эмитента облигаций, так как в случае снижения среднего уровня процентных ставок и, соответственно, уменьшения стоимости заимствований у него появляется возможность рефинансировать свой долг под более низкую ставку (в этом случае эмитент реализует опцион колл и выкупает облигации у их владельцев по фиксированной цене, определенной в эмиссионных документах, а затем размещает новый выпуск облигаций, но уже под более низкую процентную ставку).

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

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

Очевидно, что при эмиссии субфедеральных облигаций без встроенных опционов выполнение данного требования не составляет никакого труда, при этом не имеет значения характер погашения облигаций (это могут быть как облигации, по которым предусмотрено единовременное погашение номинальной стоимости (так называемое «погашение пулей»), так и амортизируемые облигации, предусматривающие специальный график погашения номинала). Амортизируемые субфедеральные облигации получили широкое распространение в отечественной практике, так как «растянутое во времени» погашение их номинальной стоимости в сочетании с возможностью определения индивидуального графика амортизации для каждого облигационного выпуска объективно позволяет оптимизировать расходы на обслуживание облигационного долга.

При наличии же встроенного опциона пут эмитент субфедеральных облигаций фактически не может точно оценить потребность в финансовых ресурсах для обслуживания своих обязательств по облигациям, так как в действительности корректно оценить количество облигаций, которое будет предъявлено к выкупу в дату оферты, просто невозможно. Мало того, крайне сложно получить даже приблизительную оценку возможного объема выкупа, так как он зависит от решений крупнейших владельцев облигаций, количество которых в принципе нельзя точно спрогнозировать (например, даже в условиях стабильности процентных ставок крупный держатель

облигаций может принять решение о предъявлении облигаций к выкупу при наличии у него более доходной альтернативы, причем она совсем не обязательно будет именно на рынке облигаций, или в рамках элементарного пересмотра структуры инвестиционного портфеля, предполагающей более высокий уровень его отраслевой диверсификации и, соответственно, уменьшение удельных весов отдельных отраслей и отдельных облигационных выпусков в его структуре).

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

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

Данный принцип, как и предыдущий, также связан с особенностями формирования бюджетов субъектов Российской Федерации. Непосредственный расчет показателей расходов регионального бюджета (в том числе затрат на выплаты владельцам купонных облигаций) ведется региональным финансовым органом в рамках «расчетно-аналитического направления» [5. С. 41] его деятельности. Реализация принципа определенной стоимости заимствований позволяет повысить качество бюджетного планирования в регионе, так как обеспечивает формирование обоснованной оценки объема ресурсов, которые должны быть предусмотрены в бюджете на обслуживание государственного долга субъекта РФ.

По сути, сам бюджетный процесс не предполагает возможности использования неких интервальных оценок, необходимость которых неизбежно возникала бы в случае эмиссии субфедеральных облигаций с плавающей купонной ставкой [1. С. 22–26]. Специфика облигаций с плавающей купонной ставкой заключается в том, что сама ставка по таким ценным бумагам формируется из двух компонент [14. С. 24–29]:

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

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

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

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

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

Таким образом, резюмируя сказанное выше, можно констатировать, что на российском рынке субфедеральных облигаций целесообразно выделить ряд методологических принципов, отражающих специфику этих финансовых инструментов: принцип законодательной фиксации; принцип фиксированности срока до погашения; принцип определенности стоимости заимствований. ■

Источники

1. Ермакова Е.А., Семернина Ю.В. Привлекательность облигационного финансирования расходных обязательств субъекта РФ в условиях роста региональных долгов // Региональная экономика: теория и практика. 2013. № 44. С. 14–27.

2. Истомина Н.А. Бюджетирование, ориентированное на результат: специфика и проблемы реализации на различных стадиях бюджетного процесса // Финансовая аналитика. 2014. № 28. С. 28–35.

3. Истомина Н.А. Бюджет субъекта Федерации как инструмент регулирования социальной сферы региона // Региональная экономика: теория и практика. 2012. № 35. С. 57–62.

4. Истомина Н.А. Бюджет субъекта Федерации как инструмент регулирования развития экономики региона // Региональная экономика: теория и практика. 2012. № 40. С. 54–58.

5. Истомина Н.А. Институциональные (субъектные) особенности процесса формирования (планирования) регионального бюджета // Финансы и кредит. 2012. № 48. С. 36–42.

6. Истомина Н.А. Конкуренция за бюджетные средства в концепции бюджетирования, ориентированного на результат // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 29. С. 41–47.

7. Официальный сайт губернатора и правительства Белгородской области. URL: http://www.belregion.ru

8. Официальный сайт Департамента финансов и бюджетной политики Белгородской области. URL: http://beldepfin.ru

9. Официальный сайт интернет-проекта информационного агентства «Финмаркет» RusBonds. URL: http://www.rusbonds.ru

10. Официальный сайт компании «Гарант». URL: http://base.garant.ru

11. Семернина Ю.В. Облигационное финансирование российских хозяйствующих субъектов: теория и методология / Саратов. гос. соц.-экон. ун-т. Саратов, 2012.

12. Семернина Ю.В. Принципы и особенности облигационного финансирования российских хозяйствующих субъектов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2012. № 27. С. 12–23.

13. Семернина Ю.В. Принципы облигационного финансирования российских хозяйствующих субъектов / Саратов. гос. соц.-экон. ун-т. Саратов, 2011.

14. Семернина Ю.В., Байбеков И.Р. Проблемы оценки кредитного качества эмитентов облигаций // Финансы и кредит. 2014. № 28. С. 21–31.

15. Щербаков А.А. Экономическая сущность и классификация субфедеральных облигаций // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 39. С. 55–68.

16. Якунина А.В., Семернина Ю.В. К вопросу о классификации облигаций // Финансы и кредит. 2012. № 48. С. 2–12.

References

1. Yermakova Ye.A., Semernina Yu.V. Privlekatelnost obligatsionnogo finansirovaniya raskhodnykh obyazatelstv subekta RF v usloviyakh rosta regional'nykh dolgov [The attractiveness of bond financing of expenditure commitments of the Russian Federation in terms of growth of regional debt]. *Regionalnaya ekonomika: teoriya i praktika – Regional Economics: Theory and Practice*, 2013, no. 44, pp. 14–27.

2. Istomina N.A. Byudzhetirovanie, orientirovannoe na rezul'tat: spetsifika i problemy realizatsii na razlichnykh stadiyakh byudzhetnogo protsessa [Result-oriented budgeting: the specifics and problems of implementation at various stages of budget process]. *Finansovaya Analitika: Problemy i Resheniya – Financial Analytics*: *Science and Experience*, 2014, no. 28, pp. 28–35.

3. Istomina N.A. Byudzhet subekta Federatsii kak instrument regulirovaniya sotsial'noy sfery regiona [The budget of a federation subject as a tool of regulation of regional social sphere]. *Regionalnaya ekonomika: teoriya i praktika – Regional Economics: Theory and Practice,* 2012, no. 35, pp. 57–62.

4. Istomina N.A. Byudzhet subekta Federatsii kak instrument regulirovaniya razvitiya ekonomiki regiona [The budget of a federation subject as a tool of regulation of regional economic development]. *Regionalnaya ekonomika: teoriya i praktika – Regional Economics: Theory and Practice,* 2012, no. 40, pp. 54–58.

5. Istomina N.A. Institutsionalnye (subektnye) osobennosti protsessa formirovaniya (planirovaniya) regional'nogo byudzheta [Institutional (subjective) characteristics of the process of formation (planning) of the regional budget]. *Finansy i kredit – Finance and Credit*, 2012, no. 48, pp. 36–42.

6. Istomina N.A. Konkurentsiya za byudzhetnye sredstva v kontseptsii byudzhetirovaniya, orientirovannogo na rezul'tat [Competition for public funds in the concept of performance-oriented budgeting]. *Finansovaya Analitika: Problemy i Resheniya – Financial Analytics*: *Science and Experience*, 2014, no. 29, pp. 41–47.

7. Official website of the governor and the government of Belgorod oblast. Available at: http://www.belregion.ru

8. Official website of the Department of finance and budget policy of Belgorod oblast. Available at: http://beldepfin.ru

9. Official website of RusBonds (Internet project of information agency "Finmarket"). Available at: http://www.rusbonds.ru

10. Official website of Garant Comp. Available at: http://base.garant.ru.

11. Semernina Yu.V. *Obligatsionnoe finansirovanie rossiyskikh khozyaystvuyushchikh subektov: teoriya i metodologiya* [Bond financing of Russian economic entities: theory and methodology]. Saratov, SSSEU Publ., 2012.

12. Semernina Yu.V. Printsipy i osobennosti obligatsionnogo finansirovaniya rossiyskikh khozyaystvuyushchikh subektov [The principles and features of bond financing of Russian economic entities]. *Finansovaya Analitika: Problemy i Resheniya – Financial Analytics*: *Science and Experience*, 2012, no. 27, pp. 12–23.

13. Semernina Yu.V. Printsipy obligatsionnogo finansirovaniya rossiyskikh khozyaystvuyushchikh subektov [The principles of bond financing of Russian economic entities]. Saratov, SSSEU Publ., 2011.

14. Semernina Yu.V., Baybekov I.R. Problemy otsenki kreditnogo kachestva emitentov obligatsiy [The problems of assessing the credit quality of bond issuers]. *Finansy i kredit – Finance and Credit*, 2014, no. 28, pp. 21–31.

15. Scherbakov A.A. Ekonomicheskaya sushchnost i klassifikatsiya subfederalnykh obligatsiy [Economic essence and classification of subfederal bonds]. *Finansovaya Analitika: Problemy i Resheniya – Financial Analytics*: *Science and Experience*, 2014. no. 39, pp. 55–68.

16. Yakunina A.V., Semernina Yu.V. K voprosu o klassifikatsii obligatsiy [On the classification of bonds]. *Finansy i kredit – Finance and Credit*, 2012, no. 48, pp. 2–12.