

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РЫНКА И ЭЛЕМЕНТЫ КОНЦЕПЦИИ УПРАВЛЕНИЯ ДОЛГОМ

Определены тенденции развития рынка субфедеральных и муниципальных облигаций. Анализируются элементы системы управления субфедеральным и муниципальным долгом, включая законодательные ограничения, стоимость займа, оперативные мероприятия. Предлагается внедрять систему управления субфедеральным и муниципальным долгом.

Субфедеральные и муниципальные облигации являются популярным и перспективным инструментом российского фондового рынка и представляют значительный интерес для инвесторов. В то же время эмитенты данных ценных бумаг в ряде случаев не являются компетентными в вопросах эмиссии, определения целесообразности займов и управления ими. Концепции управления долгом у большинства субъектов Федерации и муниципальных образований отсутствуют. Растущие объемы данного сегмента рынка свидетельствуют о необходимости взвешенного подхода к управлению долговой политикой со стороны эмитента для оптимизации долговой нагрузки и минимизации риска дефолта.

Субфедеральными являются облигации, эмиссия которых осуществлена от имени субъектов Российской Федерации. Муниципальными, соответственно, следует считать облигации, выпущенные муниципальными образованиями. Термин «субфедеральная облигация» был введен специалистами-практиками, и в законодательстве отсутствует. Так, согласно Федеральному закону № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» [1] субфедеральные облигации относятся к государственным ценным бумагам наряду с федеральными ценными бумагами, выпущенными от имени Российской Федерации.

Выпуск субфедеральных и муниципальных ценных бумаг преследует следующие цели:

1. Финансирование дефицита бюджета субъекта Федерации или муниципального образования, в т.ч.:

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

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

Теоретически субфедеральные и муниципальные ценные бумага могут выпускаться в виде любой эмиссионной долговой ценной бумаги. Однако статус эмиссионности в Российской Федерации имеют три вида ценных бумаг - акция, облигация и опцион эмитента. При этом долговой ценной бумагой является только облигация, что и объясняет эмиссию субфедеральных и муниципальных ценных бумаг в единственном виде - облигаций.

Анализ рынка субфедеральных и муниципальных облигаций

Регистрацию Условий эмиссии субфедеральных и муниципальных облигаций осуществляет Минфин РФ.

Данные о числе зарегистрированных в 2001-2004 гг. эмиссий представлены в табл. 1, составленной по данным Минфина РФ [2].

Данные табл. 1 свидетельствуют об активизации эмиссионной активности субъектов Федерации и местных органов власти, выходе на рынок новых эмитентов. Также следует констатировать отставание эмиссионной активности муниципальных образований от активности местных органов власти. Из числа муниципальных образований в рассматриваемый период Условия эмиссии регистрировали Волгоград, Уфа, Екатеринбург, Новосибирск, Томск, Красноярск, Южно-Сахалинск, Барнаул и некоторые другие эмитенты. На основе анализа данных Минфина РФ за 2001-2004 гг., не вошедших в табл. 1, можно выделить следующие особенности облигаций:

- ограничения на владельцев облигаций большинство условий эмиссии не предусматривают;
- номиналы небольшие - от 100 до 10 000 руб., преимущественно 100 руб., 1000 руб.;
- срок обращения облигаций составляет от 2 месяцев до 30 лет, наиболее распространенный - от 1 года до 5 лет;
- облигации выпускаются и именные, и на предъявителя, и бездокументарные, и документарные, в т.ч. с обязательным централизованным хранением;
- преобладают купонные облигации, купон как фиксированный, так и переменный;
- досрочное погашение предусматривают лишь единичные эмиссии.

Количественные данные, характеризующие объем рынка субфедеральных и муниципальных облигаций в сравнении с прочими сегментами облигационного рынка, представлены в табл. 2.

Анализ внешнего рынка позволяет говорить о полном доминировании федеральных облигаций: доля их на рынке российских еврооблигаций составляет 73,4%. При этом доля субфедеральных и муниципальных облигаций равняется всего 1,6%, и заимствует на данном рынке единственный субъект Федерации - Москва. Так, на начало марта 2004 г. в обращении находились два номинированных в евро выпуска облигаций Москвы с погашением в 2004 и 2006 гг. общим объемом 750 млн евро. Подобная ситуация на рынке объясняется наличием законодательных ограничений.

По данным агентства Cbonds на февраль 2004 г., на внутреннем облигационном рынке России субъекты Федерации и муниципальные образования занимают значимую позицию - 3,04 млрд долл., или 14,3% общего объема рынка. Традиционно крупнейшими эмитентами выступают финансовые центры: Москва

Эмиссия субфедеральных и муниципальных облигаций в 2001-2004 гг.

Показатели	2001	2002	2003	2004
Количество эмиссий	26	49	54	52
В том числе субфедеральных	22	43	46	41
муниципальных	4	6	8	11
Количество эмитентов	14	25	31	34
В том числе субъектов Федерации	11	20	24	23
муниципальных образований	3	5	7	11

Таблица 2

Рынок облигаций Российской Федерации по состоянию на конец февраля 2004 г. [3]

Сегмент рынка	Объем внешнего рынка, млрд долл.	Объем внутреннего рынка, млрд долл.
Федеральные облигации (в первоисточнике - государственные)	42,23	11,81
Субфедеральные и муниципальные облигации	0,94	3,04
Корпоративные облигации	14,41	6,39
Итого	57,57	21,24

(1,58 млрд долл., или 52% регионального облигационного рынка) и Санкт-Петербург (356 млн долл., или 11,7% регионального облигационного рынка). Прочие эмитенты практикуют меньшие эмиссии, их облигации обладают меньшей ликвидностью в сравнении с лидерами.

Облигации обращаются как на биржевом рынке, так и на внебиржевом. Традиционной биржевой площадкой для субфедеральных облигаций является Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ). ММВБ имеет значительный опыт проведения первичных размещений и организации вторичного обращения облигаций, выпускаемых субъектами Федерации. В настоящее время на ММВБ проводятся торги облигациями около 30 субъектов РФ — г. Москвы, Ханты-Мансийского округа, Республик Башкортостан, Коми и Саха (Якутия), Белгородской, Ленинградской, Московской, Новосибирской, Самарской и Тверской областей и др. Ряд эмитентов работают и с другими торговыми площадками. Например, облигации Санкт-Петербурга торгуются на Санкт-Петербургской валютной бирже.

В табл. 3 представлена динамика биржевых торгов на ММВБ субфедеральными, муниципальными и корпоративными облигациями.

Данные ММВБ подтверждают выводы относительно активизации рынка субфедеральных и муниципальных облигаций. Так, объем первичных аукционов по субфедеральным облигациям в 2004 г. превышает аналогичный показатель 2001 г. в 17,1 раза, а 2002 г. - в 4,6 раза. Объем вторичных торгов субфедеральными облигациями в 2004 г. превышает аналогичный показатель 2001 г. в 49,4 раза, а

2002 г. - в 13,5 раза. В целом (включая первичные и вторичные торги ММВБ) рынок субфедеральных облигаций вырос с 2001 по 2004 г. в 39,1 раза.

Также подтверждается вывод об относительно менее активном развитии сегмента муниципальных облигаций по сравнению с субфедеральными. В 2003 г. объем рынка субфедеральных облигаций превысил объем рынка муниципальных облигаций в 27,6 раза. Тем не менее и в данном сегменте наблюдается положительная тенденция: в 2003 г. темп прироста первичных аукционов по сравнению с 2002 г. составил 218% и вторичных торгов - 427%, в 2004 г. по сравнению с 2003 г. аналогичные показатели составили 26 и 397% соответственно.

Сегмент субфедеральных и муниципальных облигаций уступает рынку корпоративных облигаций, однако показывает устойчивый рост: в 2003 г. данный сегмент составлял 5,42% оборотов фондовой секции ММВБ, а в 2004 г. - 9,26%.

Наибольшая активность эмиссии облигационных займов наблюдается у эмитентов, имеющих статус финансовых центров страны, - Москвы и Санкт-Петербурга. Данные города используют займы на постоянной основе и проводят гибкую политику: представлены и документарные, и бездокументарные облигации, и с переменным, и с постоянным купоном, предусмотрена возможность досрочного выкупа.

Таким образом, можно выделить следующие тенденции развития рынка субфедеральных и муниципальных облигаций:

Таблица 3

Динамика объемов продаж на биржевых торгах ММВБ [4]

Вид финансового инструмента	2000	2001	2002	2003	2004
Облигации субъектов РФ, млрд руб.	0,37	9,7	35,78	160,03	379,28
аукционы (первичные)	-	3,1	11,6	41,91	53,06
вторичные торги	-	6,6	24,18	118,12	326,22
Муниципальные облигации, млрд руб.	-	-	0,94	3,93	13,76
аукционы (первичные)	-	-	0,49	1,56	1,97
вторичные торги	-	-	0,45	2,37	11,79
Корпоративные облигации, млрд руб.	35,13	58,1	119,98	330,1	563,56
аукционы (первичные)	29,55	24,7	47,64	78,41	141,12
вторичные торги	5,57	33,4	72,34	251,69	422,44
Фондовый рынок, итого, млрд руб.	707,67	977,37	1528,8	3021,16	4246,64

1. Активный рост рынка, в первую очередь - внутреннего.
2. Выход на рынок новых эмитентов.
3. Преобладание субфедеральных облигаций по сравнению с муниципальными.
4. Лидерство на рынке облигаций Москвы и Санкт-Петербурга.

Управление субфедеральным и муниципальным долгом

Управление государственным долгом можно рассматривать как «совокупность мероприятий государства по выплате доходов кредиторам и погашению займов, изменению условий уже выпущенных займов, определению условий по выпуску новых государственных ценных бумаг» [5. С. 11]. В.Д. Никифорова и В.Ю. Островская выделяют три стадии управления долгом: привлечение, размещение, погашение.

Считаем, что непосредственный процесс управления можно дополнить еще одной стадией, занимающей промежуточное положение между размещением и погашением, а именно - поддержкой и регулированием рынка. Также в процесс управления следует включать организацию системы раскрытия информации, учета, планирования заимствований.

В процессе управления долгом выделяют следующие операции с долговыми обязательствами эмитента:

- размещение облигаций;
- выплата купонов по облигациям;
- погашение облигаций;
- откуп облигаций;
- использование производных финансовых инструментов в операциях с облигациями (процентные и валютные свопы, форвардные и опционные контракты).

Важную роль играет и оперативное управление долгом, реализуемое посредством использования ряда методов:

- корректировки сроков привлечения заемных средств;
- накопления средств, необходимых для погашения долговых обязательств;
- досрочного погашения долговых обязательств;
- сокращения объема заимствований;
- использования производных финансовых инструментов.

Считаем, что под управлением субфедеральным или муниципальным долгом следует понимать разработку и реализацию стратегии управления долговыми обязательствами субъекта Федерации или муниципального образования в целях минимизации долговой нагрузки и расходов по обслуживанию займа. В процессе управления долгом необходимо принимать во внимание нормы Бюджетного кодекса РФ. Наиболее существенные ограничения, касающиеся эмиссии и обслуживания субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, состоят в следующем:

1. Предельный объем долга не должен превышать объем доходов бюджета субъекта Федерации или муниципального образования без учета финансовой помощи из бюджетов других уровней бюджетной систе-

мы Российской Федерации (п. 2 ст. 107 Бюджетного кодекса РФ) [6].

2. Предельный объем расходов на обслуживание долга не должен превышать 15% объема расходов бюджета соответствующего уровня (ст. 111 Бюджетного кодекса РФ) [6].

3. Срок погашения долговых обязательств не должен превышать 30 лет для субъекта Российской Федерации и 10 лет для муниципального образования (п. 5 ст. 99 и п. 6 ст. 100 Бюджетного кодекса РФ) [6].

4. Заимствования должны использоваться для покрытия дефицита бюджета соответствующего уровня, а также для финансирования расходов бюджета соответствующего уровня в пределах расходов на погашение долговых обязательств (п. 1 ст. 104 Бюджетного кодекса РФ) [6].

В целом ограничения, накладываемые Бюджетным кодексом РФ на выпуск субфедеральных и муниципальных ценных бумаг, носят формальный характер и не позволяют избежать рисков и дефолтов. В частности, Бюджетным кодексом РФ не устанавливается оптимальный уровень долговой нагрузки. Также считаем, что значение предельного объема долга, соответствующее объему доходов бюджета, чрезмерно завышено и неизбежно повлечет за собой дефолт, т.е. неспособность эмитента своевременно выполнять собственные финансовые обязательства полностью или частично.

Эмитенты - лидеры рынка субфедеральных облигаций - достаточно давно занимают вопросы управления долгом. Так, в 2003 г. была утверждена «Концепция управления государственным долгом города Москвы и использования заемных средств в городском бюджете» (далее - Концепция).

Согласно Концепции управление государственным долгом включает в себя три взаимосвязанных направления деятельности [7. С. 66]:

1. Бюджетная политика в части планирования объема и структуры государственного долга.

2. Осуществление заимствований и проведение операций с государственным долгом, направленных на оптимизацию его структуры и сокращение расходов на обслуживание.

3. Организация учета долговых обязательств и операций с долгом, функционирование платежной системы исполнения долговых обязательств.

В Концепции определение оптимального (безопасного) уровня долговой нагрузки базируется на сопоставлении суммы потоков ежегодных выплат по погашению и обслуживанию долга с доходами бюджета за один (планируемый) год.

В вышеназванной Концепции предусматривается механизм защиты определенной части расходов бюджета или обязательных (неотложных) расходов. К числу обязательных расходов Концепция относит следующие [7. С. 68]:

- текущие расходы бюджета, включая расходы на обслуживание государственного долга города Москвы;
- частично расходы капитального характера (реализация задач по приобретению оборудования и капитальному ремонту объектов городской инфраструктуры);

- суммы предстоящих к погашению долговых обязательств.

В Концепции вводится понятие «капитальный ресурс», представляющий собой разницу между доходами бюджета текущего года и суммой текущих расходов бюджета и указанной выше части расходов капитального характера. Размер ежегодных выплат в счет погашения долга в текущем году и в последующие периоды не должен превышать размера «капитального ресурса».

Таким образом, «капитальный ресурс» показывает:

- возможность заемщика отвечать по своим обязательствам без использования механизмов рефинансирования долга;

- уровень финансовой безопасности исполнения текущих, а также неотложных капитальных расходов бюджета.

В Концепции «капитальный ресурс» рассматривается как прогнозируемый показатель, используемый для планирования новых заимствований. Уровень государственного долга считается безопасным, если объем ежегодных выплат в счет погашения долга не превышает «капитального ресурса» бюджета заемщика в течение прогнозируемого периода.

Считаем, что методика определения «капитального ресурса» интересна и может быть использована полностью или частично другими эмитентами. Одновременно с этим можно выделить и недостатки «капитального ресурса»: концепция может применяться исключительно обеспеченными регионами, а не регионами-аутсайдерами. Так, большая часть регионов скорее всего не будет иметь «капитального ресурса». Кроме того, в данной методике контролируется только текущая долговая нагрузка, а не совокупная.

По нашему мнению, необходимо законодательно установить безопасный уровень долговой нагрузки: как текущей, так и совокупной. Для его определения, например, можно использовать данные рейтинговых агентств, присваивающих кредитные рейтинги эмитентам и имеющих статистику по дефолтам.

На наш взгляд, для успешной реализации облигационного займа необходимы следующие составляющие:

- 1) наличие кредитного рейтинга эмитента;
- 2) формирование кредитной истории;
- 3) изучение конъюнктуры рынка;
- 4) ориентация на разные группы инвесторов, в том числе индивидуальных инвесторов;
- 5) организация рекламной кампании облигаций, включая презентации, публикации в средствах массовой информации;
- 6) активное раскрытие информации (информационный меморандум, рейтинги, сроки размещения, состоявшиеся погашения, условия эмиссии, порядок налогообложения, пункты продажи и погашения, порядок выплаты купонного дохода и т.д.), превышающей необходимый в соответствии с законодательством минимум;
- 7) гарантирование выплат по облигациям дополнительным залогом;
- 8) использование в облигационных выпусках современных финансовых продуктов (например, привязка доходности к валюте, амортизация долга, возможность досрочного выкупа).

Определение стоимости займа

Одним из главных критериев целесообразности субфедерального или муниципального займа выступает его стоимость для эмитента.

Базой для расчета стоимости займа является формула доходности. С позиции инвестора доходность рассчитывается как отношение прибыли, полученной от сделки с ценными бумагами, к инвестициям. Стоимость займа для эмитента определяется путем отношения расходов по обслуживанию займа к сумме привлеченных средств. Теоретически доходность инвестора, купившего облигацию при размещении, является стоимостью займа для эмитента. Однако на практике эмитенты несут расходы по организации займа, увеличивающие его стоимость. Поэтому считаем, что сумму привлеченных при размещении денежных средств следует корректировать на величину эмиссионных расходов при условии, что они были произведены до момента или в момент размещения. Прочие организационные расходы, осуществляемые эмитентом во время обращения займа (оплата услуг депозитария, например), следует рассматривать как элемент расходов по обслуживанию займа.

$$K_d = \frac{Mpk + (M - P_p) + r_{fc1} \cdot \frac{1}{k}}{P_p} \cdot 100, \quad (1)$$

где K_d - стоимость облигационного займа (в процентах годовых); M - суммарная номинальная стоимость займа; p - годовая ставка купона по облигационному займу (в долях единицы); k - срок займа (количество лет); P_{dp} - чистый доход от размещения всего займа (за вычетом затрат по организации займа); r_{fc1} - затраты по обслуживанию займа, осуществляемые в процессе его обращения.

$$P_{dp} = P_{pp} - r_{fc0}, \quad (2)$$

где P_{pp} - доход от размещения всего займа; r_{fc0} - затраты по организации и обслуживанию займа, осуществляемые до момента или в момент его размещения.

Заем можно считать целесообразным в случае, если его стоимость меньше стоимости банковского кредита. В случае превышения стоимости облигационного займа процентной ставки по банковскому кредиту эмиссия также может быть целесообразной. Например, заем целесообразен, если:

- отсутствует возможность альтернативных заимствований при наличии их явной обоснованности (инвестиционный проект, реструктуризация задолженности, поддержка социальных программ и т.д.);

- эмитент осуществляет пробный заем с целью формирования имиджа на рынке.

Также возможны и иные доводы в пользу целесообразности облигационных займов.

Таким образом, вопрос относительно эффективности облигационного займа решается однозначно в случае, если стоимость займа ниже стоимости банковского кредита. В остальных случаях необходимо принимать во внимание прочие факторы, названные выше.

Следует отметить, что в момент принятия решения о целесообразности облигационного займа возможно определение только прогнозной стоимости займа. Фактическая стоимость займа определяется только после размещения облигаций и может существенно отличаться от прогнозной в силу ряда причин, в том числе изменения рыночной конъюнктуры.

Риски эмитента

Эмитент несет весьма существенные риски, связанные с организацией и размещением займа. Считаем, что наиболее значимыми из них являются следующие:

1. Рыночный риск, т.е. вероятность неблагоприятного изменения рыночной конъюнктуры. В качестве последствий данного риска могут выступать размещение выпуска под большую доходность к погашению по сравнению с прогнозной, неполное размещение выпуска.

2. Временной риск связан с задержкой регистрации Условий эмиссии облигаций или отказом в их регистрации. В первом случае поступление денежных средств в бюджет произойдет позже планируемой даты, во втором - возникнет необходимость искать в срочном порядке альтернативные источники заимствований.

3. Налоговый риск возникает вследствие возможности изменения законодательства в области налогообложения доходов, полученных от субфедеральных и муниципальных ценных бумаг. Его следствия - меньший интерес инвесторов к выпуску, размещение на худших условиях по сравнению с планируемыми.

4. Процентный риск (для выпусков с переменным купоном) выражается в изменении ставок на рынке, в том числе и ставки рефинансирования ЦБ РФ, и, соответственно, изменении ставки купона по сравнению с моментом выпуска облигаций.

5. Законодательный риск - это вероятность изменения доходных полномочий бюджетов разного уровня. Следствия его - дефицит бюджета и неспособность погасить собственные долговые обязательства.

6. Кредитный риск состоит в ухудшении финансового состояния эмитента вследствие снижения налоговых и неналоговых поступлений и роста расходов и означает возможность дефолта.

7. Валютный риск заключается в неблагоприятном изменении курса валют и действителен для облигаций, номинированных в валюте.

8. Риск ликвидности - вероятность потери конкретной ценной бумагой или отдельным сегментом рынка свойства ликвидности.

Снижение вышеперечисленных рисков со стороны эмитента возможно. Поэтому большинство эмитентов пользуются методом диверсификации заимствований (не ограничиваясь эмиссией облигаций), осуществляют оперативное управление долгом, планирование и иные мероприятия.

ГКО-образные займы

Считаем необходимым рассмотреть вопрос относительно отождествления долговой политики государственных органов власти, органов власти субъек-

тов Федерации и местных органов власти с организацией финансовой пирамиды. Не случайно эмиссия ГКО часто именуется финансовой пирамидой, а выпуски облигаций называются «ГКО-образными» или «ГКО-подобными».

По нашему мнению, признаки пирамиды в государственных и муниципальных заимствованиях присутствуют в том случае, когда имеет место рефинансирование задолженности по долговым обязательствам за счет выпуска новых долговых обязательств в любых формах (кредитные договоры, облигации и иные). Именно таким путем и происходит наращивание долга для финансирования бюджетного дефицита. При этом данные схемы обычно не являются краткосрочными.

Также следует отметить, что в Бюджетном кодексе РФ (ст. 104) изначально заложен принцип пирамидостроения: допускается привлечение заимствований для финансирования расходов бюджета субъекта Российской Федерации или местного бюджета в пределах расходов на погашение государственных или муниципальных долговых обязательств. Безусловно, предельный размер субфедерального и муниципального долга ограничен объемом доходов соответствующего бюджета (ст. 107 Бюджетного кодекса РФ), однако, как отмечалось выше, данное ограничение явно формальное.

Таким образом, финансирование дефицита бюджета путем выпуска облигаций может иметь некоторые признаки финансовой пирамиды, а именно:

- рефинансирование задолженности по долговым обязательствам за счет выпуска новых;
- необоснованный характер расходов;
- перспектива дефолта.

Подобные схемы (финансовые пирамиды) на уровне бюджетной системы, в отличие от корпоративной практики, подразумевают намерение должников (эмитентов) произвести расчет в будущем по своим обязательствам.

По нашему мнению, организация пирамиды на уровне бюджетов разного уровня может быть обоснованной и необоснованной. Подход к обоснованности или необоснованности пирамиды подразумевает анализ расходов бюджета и их значимость для населения, проживающего на соответствующей территории. Дефолт возможен в случае организации и обоснованной пирамиды, и необоснованной.

Резюмируя вышесказанное, можно отметить необходимость создания для каждого эмитента комплексной системы управления субфедеральным или муниципальным долгом. Подобная система должна включать в себя:

1. Планирование объема и структуры заимствований.
2. Раскрытие информации о состоянии долга.
3. Учет долга.
4. Осуществление операций с долговыми обязательствами.
5. Оперативное управление долгом.
6. Контроль денежных потоков.
7. Мониторинг рынка долговых обязательств.
8. Координацию действий участников управления долгом.

Таким образом, управление субфедеральным или муниципальным долгом представляет собой сложный процесс как в части определения целесообразности и стоимости займа, так и в части непосредственного управления: определения структуры, параметров долга, оперативного управления и ряда других.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг*: Федеральный закон РФ от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ // КонсультантПлюс Рлектронный ресурс]: Справочная правовая система. Версия проф., сетевая. Электрон, дан. М.: АО КонсультантПлюс, 1992. Режим доступа: Компьютер, сеть Науч. б-ки Том. гос. ун-та, свободный.
2. *Министерство финансов Российской Федерации* Рлектронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.minfin.ru>, свободный.
3. *Рынок облигаций России: основные факты* Рлектронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.cbonde.ru>, свободный.
4. *Динамика объемов продаж на биржевых торгах ММВБ* Рлектронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.micex.ru>, свободный.
5. *Никифорова В.Д., Островская В.Ю.* Государственные и муниципальные ценные бумаги. СПб.: Питер, 2004. 336 с.
6. *Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 г. № 145-ФЗ* // КонсультантПлюс рлектронный ресурс]: Справочная правовая система. Версия проф., сетевая. Электрон, дан. М.: АО КонсультантПлюс, 1992. Режим доступа: Компьютер, сеть Науч. б-ки Том. гос. ун-та, свободный.
7. *Концепция управления государственным долгом города Москвы и использования заемных средств в городском бюджете*: Приложение к Постановлению Правительства Москвы от 6 мая 2003 г. № 318-ПП // Рынок ценных бумаг. 2003. № 11 (242). С. 66-72.

Статья представлена кафедрой финансов и учета экономического факультета Томского государственного университета, поступила в научную редакцию «Экономические науки» 20 мая 2005 г.