

Ларина О. И.

канд. экон. наук, ФГБОУ ВО
«Государственный университет
управления», г. Москва

e-mail: oilarina@mail.ru

Морыженкова Н. В.

канд. экон. наук, ФГБОУ ВО
«Государственный университет
управления», г. Москва

e-mail: snatalia@execmba.ru

Деятельность рейтинговых агентств в РФ и их влияние на субфедеральные заимствования

Аннотация

В Российской Федерации актуальной проблемой в настоящее время является высокий объем обязательств регионов перед федеральным бюджетом. Указанная задолженность является следствием текущей кризисной ситуации в экономике РФ, а также диспропорциональностью экономического развития и проблемой, требующей адекватного решения. В дальнейшем планируется, что регионы будут развивать рыночные заимствования прежде всего в форме выпуска долговых ценных бумаг. В статье исследуется инфраструктурная составляющая рынка субфедеральных и муниципальных заимствований – деятельность кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации.

Базой для статьи послужили фактические официальные данные, характеризующие текущее состояние рынка региональных и муниципальных заимствований, а также данные кредитных рейтинговых агентств. Использованы методы системного анализа, сравнения и кластеризации.

В статье делается вывод, что рейтинги международных агентств выводят не всегда объективную оценку (политическую, а не экономическую), что сказывается негативно на развитии долгового рынка в целом и рынка субфедеральных и муниципальных облигаций в частности. Развитие российских кредитных рейтинговых агентств имеет ряд достоинств и будет способствовать развитию указанного рынка в будущем.

Ключевые слова:

рынок региональных заимствований, субфедеральные и муниципальные облигации, рейтинговое агентство, кредитный рейтинг.

Larina O. I.

Candidate of Economic Sciences, State
University of Management, Moscow

e-mail: oilarina@mail.ru

Moryzhenkova N. V.

Candidate of Economic Sciences, State
University of Management, Moscow

e-mail: snatalia@execmba.ru

Rating Agencies in Russia and their Influence on Subfederal Borrowing

Abstract

In Russia, the topical issue today is the high volume of obligations of regions against the federal budget. These liabilities have been caused by the current crisis in the Russian economy as well as by the disproportionate economic development, and this issue requires an adequate solution. It is planned that later on the regions will develop market borrowings first of all in form of securities. This article analyzes the infrastructural component of the market of subfederal and municipal borrowings – rating agencies in Russia.

The article is based on the actual official data characterizing the current state of the market of regional and municipal borrowings, data from credit rating agencies were used as well. There were used systems analysis method, comparative approach, and clustering method.

The article results in the conclusion that ratings of the international agencies are not always unbiased politically, not economically, which negatively affects the development of the debt market as a whole and the market of subfederal and municipal bonds, in particular. The development of the Russian credit rating agencies has a number of advantages and will contribute to the development of the indicated market in the future.

Keywords:

regional debt market, subfederal and municipal bonds, rating agency, credit rating.

Объем государственного долга субъектов РФ составил 2,314 трлн руб. (на 1 января 2016 г.), а объем долга муниципальных образований – 0,342 трлн руб., т.е. суммарный объем государственного долга субъектов РФ (включая долг муниципальных образований, входящих в состав субъектов РФ) составил 2,66 трлн руб. (на 10,7 % больше, чем годом ранее). Следует отметить, что многие регионы имеют значительный объем обязательств перед федеральным бюджетом. Так, в общей величине государственного долга субъек-

тов РФ (за 2016 г.) можно выделить следующие составляющие: бюджетный кредит – 42 %; банковский кредит – 35 %; эмиссия облигаций – 19 %; выданная гарантия – 4 %. Следовательно, основная часть государственного долга субъектов РФ представлена не рыночными заимствованиями, а льготными бюджетными кредитами.

Так, по мнению Минфина РФ, замещение рыночного долга субъектов бюджетными кредитами – временная и по сути антикризисная мера, приме-

няемая федеральными властями в ситуации, когда крайне ограничены возможности рыночных заимствований на приемлемых условиях из-за высоких процентных ставок. В дальнейшем, по мере улучшения ситуации на долговом рынке, регионы будут стимулироваться к тому, чтобы подавляющая доля их долговых обязательств была бы следствием рыночных заимствований прежде всего в форме выпуска ценных бумаг. Это позволит таким субфедеральным заемщикам иметь стабильный доступ к фондированию, активно управлять долгом, поскольку облигации обладают лучшей ликвидностью по сравнению с банковскими кредитами, влиять на уровень рисков, не зависеть от текущего состояния федерального бюджета. Регулярное размещение облигаций и своевременное их обслуживание будет способствовать формированию публичной кредитной истории субъекта, постепенно расширит круг инвесторов и уменьшит стоимость заимствований. Всех этих преимуществ лишены заимствования у одного-единственного кредитора [7].

Таким образом, государство (в лице Минфина РФ) выразило озабоченность неразвитостью рынка субфедеральных облигаций и необходимость содействовать его развитию. Рынок субфедеральных и муниципальных облигаций был и остается самым незначительным сектором внутреннего долгового рынка, хотя и вырос в 2016 г. на 10,2 % – до 634 млрд руб. при объеме биржевых торгов (без размещений новых выпусков и сделок РЕПО) 398 млрд руб. [11].

Одними из важных и необходимых элементов, составляющих современную инфраструктуру облигационного рынка, являются рейтинговые агентства. Так, при оценке кредитного качества облигаций важную роль играют рейтинги, присваиваемые кредитными рейтинговыми агентствами. Наличие кредитных рейтингов служит индикатором кредитного качества заемщика. Для оценки кредитного качества конкретных долговых обязательств (например, корпоративных или муниципальных облигаций) и вероятности дефолта по ним агентство обычно использует, помимо прочего, информацию, полученную от эмитента и из других источников. При определении рейтингов корпоративных и муниципальных облигаций рейтинговые агентства, как правило, сначала оценивают кредитоспособность эмитента и только потом – кредитное качество долгового обязательства.

13 июля 2015 г. в России был принят Федеральный закон № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном Банке Российской Федерации (Банке России)» и признании утратившими

силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации», в соответствии с которым «кредитное рейтинговое агентство – юридическое лицо, созданное в организационно-правовой форме хозяйственного общества в соответствии с законодательством Российской Федерации, внесенное Банком России в реестр кредитных рейтинговых агентств в соответствии с требованиями настоящего Федерального закона и осуществляющее рейтинговую деятельность» [1].

Этот закон определил основные требования к деятельности кредитных рейтинговых агентств на территории РФ:

- кредитное рейтинговое агентство должно быть юридическим лицом в организационно-правовой форме хозяйственного общества;
- агентство должно быть внесено Банком России в реестр кредитных рейтинговых агентств;
- минимальный размер собственных средств (капитала) – 50 млн руб.;
- запрещено совмещать рейтинговую деятельность с другими видами деятельности, кроме составления прогнозов конъюнктуры рынка, оценки деятельности организаций, в том числе присвоения рейтингов, отличных от кредитных рейтингов, оценки экономических тенденций, анализа ценообразования и иного анализа, а также соответствующих услуг по распространению данных;
- обеспечение независимости рейтинговой деятельности;
- предотвращение конфликтов интересов.

Благодаря рейтингам инвесторы получают независимое мнение о возможности вложения денежных средств, о рисках ценных бумаг и эмитентов, имеют возможность сравнить ценные бумаги по соотношению риск-доходность. При этом агентства отслеживают платежеспособность заемщиков не только в момент присвоения рейтинга, но и в течение всего периода сотрудничества.

Кредитное рейтинговое агентство выставляет рейтинги в соответствии с применяемой методологией на основе анализа всей имеющейся в распоряжении кредитного рейтингового агентства информации. Кредитное рейтинговое агентство может отступать от применяемой методологии в исключительных случаях, если применяемая методология не учитывает или учитывает некорректно особенности объекта рейтинга и следование применяемой методологии может привести к искажению кредитного рейтинга и (или) прогноза по кредитному рейтингу. Кредитное рейтинговое агентство направляет применяемые методологии, а также все изменения, вносимые в методологии, в Банк России.

Наиболее известные и влиятельные международные агентства – Standard & Poors (S&P), Moody's, Fitch Ratings («большая тройка») – не были аккредитованы в РФ и вынуждены были отозвать рейтинги российских организаций. 14 апреля 2017 г. Банк России включил их в реестр филиалов и представительств иностранных кредитных рейтинговых агентств. Оставшись в России в качестве филиалов, «большая тройка» сможет присваивать рейтинги российским эмитентам, но они не будут признаваться в России. Этими рейтингами смогут пользоваться иностранные инвесторы [4].

По состоянию на 23 июня 2017 г. в России было аккредитовано только 2 агентства.

1. «Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство» Акционерное общество.
2. Акционерное общество «Рейтинговое агентство «Эксперт РА»».

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (далее – АКРА) учреждено 20 ноября 2015 г. Акционерами АКРА стали 27 крупнейших российских компаний и финансовых институтов с долями 3,7 % уставного капитала, общий объем которого составил более 3 млрд руб.

Рейтинговое агентство «Эксперт РА» (RAEX) – крупнейшее в России рейтинговое агентство, основанное в 1997 г. На начало 2018 г. агентством присвоено более 700 индивидуальных рейтингов. Это 1-е место и около 42 % от общего числа присвоенных рейтингов в России, 1-е место по числу рейтингов банков, страховых и лизинговых компаний, негосударственных пенсионных фондов, микрофинансовых организаций, гарантийных фондов и компаний нефинансового сектора.

Рейтинги «Эксперт РА» входят в список официальных требований к банкам, страховщикам, пенсионным фондам, эмитентам. Рейтинги агентства используются Центральным банком России, Внешнеэкономбанком России, Московской биржей, Агентством по ипотечному жилищному кредитованию, Агентством по страхованию вкладов, профессиональными ассоциациями и саморегулируемыми организациями (Всероссийским союзом страховщиков, ассоциацией «Россия», Агентством стратегических инициатив, Российским союзом автостраховщиков, Национальной ассоциацией негосударственных пенсионных фондов, Национальной лигой управляющих, Национальной страховой группой, Национальной фондовой ассоциацией), а также сотнями компаний и органов власти при проведении конкурсов и тендеров [10].

С 14 июля 2017 г. Центробанк РФ перестал принимать рейтинги зарубежных агентств в регулиро-

вании рынка ценных бумаг, коллективных инвестиций, негосударственных пенсионных фондов, страховых компаний; рейтинг аккредитованного агентства понадобится и для попадания в ломбардный список.

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство присваивает кредитный рейтинг региональным и муниципальным органам власти на основе оценки следующих факторов:

- институциональный фактор;
- региональная экономика;
- структура бюджета и бюджетная дисциплина;
- долговая нагрузка;
- ликвидность.

«Эксперт РА» присваивает рейтинг регионам или муниципалитетам на основе анализа блоков факторов самостоятельной кредитоспособности региона или муниципалитета (анализ социально-экономических рисков, анализ финансовых рисков, стратегия и транспарентность, внутренние стресс-факторы) с учетом подверженности внутренним стресс-факторам и значимости внешних факторов поддержки и стресс-факторов.

По состоянию на 1 ноября 2017 г. 46 субъектов и муниципалитетов Российской Федерации имеют рейтинг, присвоенный кредитными рейтинговыми агентствами, аккредитованными Центральным банком РФ, и лишь 5 из них имеют высший рейтинг по национальной шкале (см. табл. 1, рис. 1, рис. 2), доля муниципальных образований в общем количестве регионов, имеющих рейтинг, составляет 8,7 % (см. рис. 3).

Стоит заметить, что похожая ситуация наблюдалась в 2015 г. с рейтингами российских регионов по международной шкале агентства Fitch: рейтинг имели 47 регионов, но доля муниципальных образований составляла 19 %. Самое распространенное значение рейтинга – ВВ- имели 31,9 % регионов, максимальный рейтинг ВВВ- имели 19,1 % регионов [6]. Разброс рейтингов наблюдался в диапазоне от ВВВ- до В+ по международной шкале. Переход на национальную шкалу значительно увеличил диверсификацию кредитных рейтингов эмитентов субфедеральных и муниципальных облигаций.

В условиях ограниченности финансовых ресурсов регионы стали все чаще обращаться к сбережениям россиян через выпуск региональных облигаций для населения. При этом купоны по этим облигациям превосходят ставки по банковским депозитам. Пионером в этой области была Томская область, которая размещает подобные облигационные займы с 2002 г., реализуя проект «Внутренние облигации Томской области для населения». В 2002-2017 гг. в регионе было зарегистрировано 34 выпуска на сумму

Таблица 1

Рейтинги регионов и муниципалитетов РФ, присвоенные рейтинговыми агентствами АКРА и «Эксперт РА»

№	Регион/муниципалитет	АКРА	«Эксперт РА»
1	Белгородская область	A+(RU)	
2	Братск	BBB(RU)	
3	Волгоградская область	BBB(RU)	
4	Ивановская область	BB-(RU)	
5	Калининградская область	BBB-(RU)	ruBBB
6	Карачаево-Черкесская Республика		ruBBB+
7	Кемеровская область	BBB(RU)	
8	Костромская область	BBB-(RU)	
9	Краснодарский край	A(RU)	ruA+
10	Красноярский край	A(RU)	
11	Курская область	A(RU)	
12	Липецкая область	AA-(RU)	
13	Москва	AAA(RU)	
14	Московская область	AA(RU)	
15	Мурманская область	BBB+(RU)	
16	Нижний Новгород	A-(RU)	
17	Новгородская область		ruBBB
18	Новосибирская область	A+(RU)	
19	Новосибирск		ruA-
20	Омская область	BBB(RU)	
21	Пензенская область		ruBBB
22	Пермский край	AA-(RU)	
23	Республика Башкортостан		ruAA+
24	Республика Карелия		ruBB+
25	Республика Коми	BBB(RU)	
26	Республика Мордовия	BB+(RU)	
27	Республика Саха (Якутия)	A(RU)	
28	Республика Татарстан	AA+(RU)	
29	Ростов-на-Дону		ruA+
30	Рязанская область	A-(RU)	
31	Самарская область	A+(RU)	
32	Саратовская область		ruBBB
33	Санкт-Петербург	AAA(RU)	
34	Свердловская область	BBB+(RU)	
35	Ставропольский край		ruBBB+
36	Тамбовская область	BBB+(RU)	
37	Тверская область	BBB(RU)	
38	Тульская область		ruA+
39	Тюменская область	AAA(RU)	
40	Удмуртская Республика		ruBB+
41	Ульяновская область		ruBBB
42	Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	AAA(RU)	

43	Челябинская область	AA-(RU)	
44	Чувашская Республика		ruA-
45	Ямало-Ненецкий автономный округ		ruAAA
46	Ярославская область	BBB-(RU)	

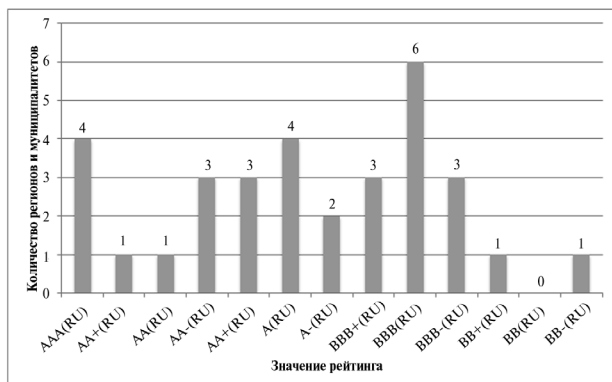


Рис. 1. Распределение кредитных рейтингов российских регионов, присвоенных рейтинговым агентством АКРА, по состоянию на 01 ноября 2017 г.

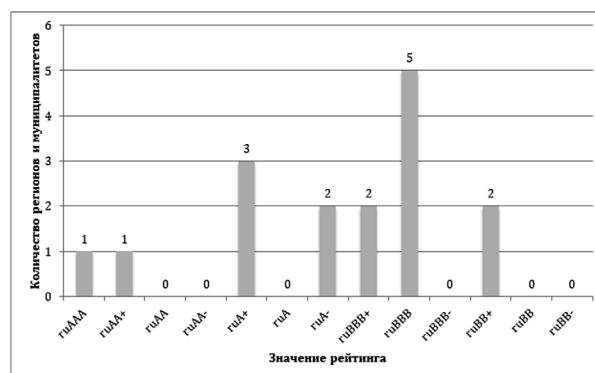


Рис. 2. Распределение кредитных рейтингов российских регионов, присвоенных рейтинговым агентством «Эксперт РА», по состоянию на 01 ноября 2017 г.

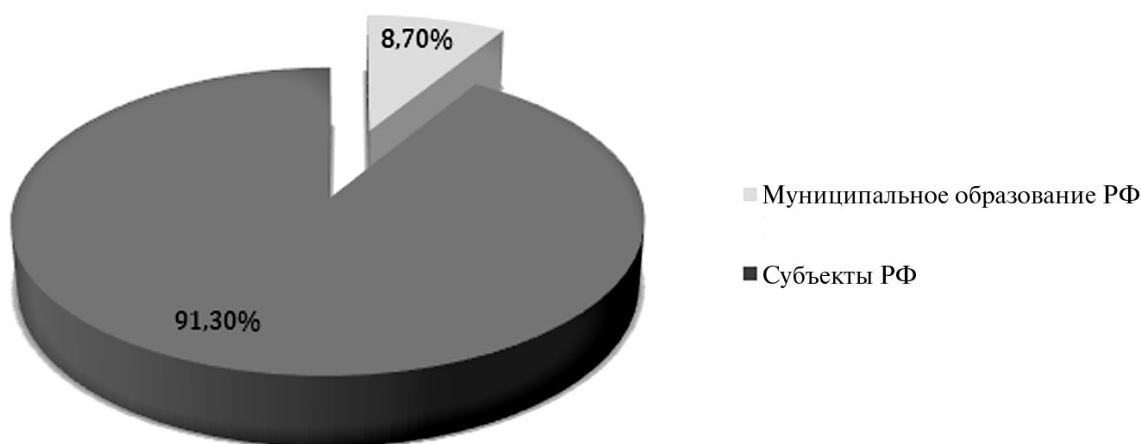


Рис. 3. Распределение рейтингов кредитных рейтинговых агентств, аккредитованных ЦБ РФ, по субъектам и муниципальным образованиям РФ

около 10 млрд руб. Операторами размещения были Сбербанк, Газпромбанк, Россельхозбанк. Банки-операторы размещения брали комиссию 0,6 %, при этом население ее не платило (в отличие от «народных» облигаций федерального займа) [3].

В 2016 году прошло как минимум три размещения субфедеральных и муниципальных облигаций для населения. Правительство Самарской области разместило облигации на 510 млн руб. (8500 облигаций номинальной стоимостью 60 тыс. руб.) с купоном 13 % годовых со сроком обращения три года. Калининградская область привлекла облигации на 1 млрд руб.

(номиналом 1 тыс. рублей) с купоном 10,5 % годовых. Срок до погашения этих ценных бумаг — 5 лет. Томская область в прошлом году выпустила облигаций на 300 млн руб. (номиналом 1 тыс. рублей) с купонной ставкой 11 % годовых и погашением в 2019 г.

9 октября 2017 г. было размещено сообщение об эмиссии «народных» облигаций Ямало-Ненецкого Автономного округа на сумму 1 млрд руб. Доходность по облигациям составляет 9,25 % годовых с ежеквартальным начислением процентов. Держать деньги в ценных бумагах можно будет максимум пять лет. Регион обеспечивает облигации

всем своим имуществом. И уже 18 октября банки-агенты по размещению ценных бумаг остановили прием заявок на приобретение облигаций, т.к. объем полученных заявок превысил 1,5 млрд рублей, что на 50 % больше объема эмиссии, при этом большую часть ценных бумаг купили ямальцы [2].

Субфедеральные и муниципальные облигации привлекательны для инвесторов своей доходностью и относительной надежностью. Доходность превышает доходность банковских депозитов, а государство скорее всего не допустит дефолт в каком-либо субъекте или муниципалитете, например, за счет предоставления кредита. Иначе дефолт региона может негативно сказаться на репутации страны в целом, что приведет к снижению доверия к государственным бумагам со стороны иностранных инвесторов, а соответственно, к росту доходности бумаг.

Тем не менее субфедеральным и муниципальным облигациям присущи и более значительные риски, чем государственным бумагам. Даже если предположить невозможность дефолта по обязательствам регионов за счет поддержки государства, то технический дефолт более чем реален – это задержка погашения купонных платежей или номинала по облигациям. Кроме того, многие выпуски субфедеральных и муниципальных облигаций неликвидны. Так, за октябрь 2017 г. общий объем торгов субфедеральными облигациями на Московской бирже составил 34 млрд руб. при объеме рынка по номиналу в обращении около 613 млрд руб. [5].

Риски региональных долговых ценных бумаг требуют от инвестора тщательного подхода к выбору конкретных инструментов инвестирования. Однако не всегда у неквалифицированного инвестора хватает времени и знаний для анализа социально-экономического развития региона, его специфики и возможностей по погашению долговой нагрузки. Тогда основным ориентиром для инвестора становится кредитный рейтинг региона или облигационного выпуска.

И если раньше основным ориентиром служили рейтинги международных рейтинговых агентств, то введение Федерального закона №22-ФЗ от 13.07.2015 г. признало острой необходимость развития нацио-

нальных рейтинговых агентств и использования рейтингов по национальной шкале.

Международные рейтинговые агентства, как правило, недостаточно учитывают национальную специфику, что показал азиатский валютный кризис, их данные часто запаздывают. Особенно ярко это проявилось, когда они не смогли предсказать и вовремя предупредить инвесторов о проблемах в таких компаниях, как Enron, Parmalat, Lehman Bros., AIG и др. Также в период кризиса 2008 г. наблюдалось присвоение инвестиционных рейтингов компаниям, испытывавшим финансовые трудности и ставшим причиной кризиса на рынке американской недвижимости. Это поставило под сомнение профессиональную компетентность рейтинговых агентств.

Кроме того, рейтинги международных агентств стали приобретать яркую политическую окраску. Так, очень похожи на информационные манипуляции «технические ошибки» рейтингового агентства S&P относительно кредитных рейтингов Франции и Бразилии в 2011 г. Так, за 16 минут доходность выпуска гособлигаций «Бразилия-17» выросла с 2,28 % до 2,56 % годовых, а доходность десятилетних французских гособлигаций взлетела до рекордных значений – до 3,46 % [12].

На этом фоне можно выделить ряд преимуществ российских кредитных рейтинговых агентств.

1. Цена рейтинга, которая значительно ниже по сравнению с ценами международных рейтинговых агентств.
2. Сопровождение рейтинга после присвоения – международные агентства уделяют больше внимания международным рынкам, в то время как национальные агентства заинтересованы в развитии тех рынков, на которых они работают.
3. Понимание специфики конкретных финансовых рынков, что повышает эффективность оценок участников этих рынков.
4. Заинтересованность в развитии национального долгового рынка для развития собственного бизнеса – гарантия качества и объективности оценок.

Библиографический список

1. Федеральный закон «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Феде-

References

1. Federalnyy zakon «O deyatelnosti kreditnykh reytingovykh agentstv v Rossiyskoy Federatsii, o vnesenii izmeneniya v statyu 76.1 Federalnogo zakona O Tsentralnom banke Rossiyskoy Federatsii (Banke Rossii) i priznanii utrativshimi silu otдельnykh položeniyn zakonodatelnykh aktov Rossiyskoy Federatsii» ot 13.07.2015 №222-FZ (poslednyaya redaktsiya)

- рации» от 13.07.2015 №222-ФЗ (последняя редакция) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: Справочная правовая система «КонсультантПлюс» (дата обращения 13.10.2017).
2. Банки остановили прием заявок на «народные облигации» Ямала из-за превышения спроса. // Интернет-газета ZNAK. Режим доступа : https://www.znak.com/2017-10-19/banki_ostanovili_priem_zayavok_na_narodnye_obligacii_yamala_iz_za_prevysheniya_sprosa (дата обращения: 19.10.17).
 3. Бумаги – народу, прибыль – банкам. // Газета.ru [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.gazeta.ru/business/2017/03/22/10588559.shtml#page3> (дата обращения: 02.11.17).
 4. В России рейтинговые агентства S&P, Moody's и Fitch стали филиалами. // РБК [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.rbc.ru/rbcfreenews/58f0a48a9a7947b55e0f5156> (дата обращения: 26.10.17).
 5. Инфографика. Октябрь 2017 // Московская биржа [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.moex.com/s2184> (дата обращения: 10.11.2017).
 6. Ларина, О. И. Рынок субфедеральных заимствований в России: воздействие фундаментальных факторов и пути развития. Монография / О. И. Ларина, Н. В. Мoryzhenkova. – М.: Кнорус, 2015. – 184 с.
 7. Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2017-2019 гг. // [Электронный ресурс]. – Режим доступа : https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/02/main/Dolgovaya_politika_2017-2019.pdf (дата обращения 01.10.2017).
 8. Рейтинги кредитоспособности региональных и муниципальных органов власти Российской Федерации // Рейтинговое агентство RAEX («Эксперт РА») [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://raexpert.ru/ratings/regioncredit/> (дата обращения: 02.11.2017).
 9. Рейтинги эмитентов // Аналитическое кредитное рейтинговое агентство – АКРА [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.acra-ratings.ru/ratings/issuers?q=&subgroups%5B%5D=2#search> (дата обращения: 02.11.2017).
 10. Рейтинговое агентство RAEX («Эксперт РА») [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://raexpert.ru> (дата обращения: 02.11.2017).
 11. Российский фондовый рынок: 2016 год. События и факты. // НАУФОР [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2016.pdf> (дата обращения: 25.10.2017).
 12. S&P мутит воду. // Газета.ru [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.gazeta.ru/financial/2011/11/18/3839262.shtml?updated> (дата обращения: 02.11.17).
- [Federal law «On the activities of credit rating agencies in the Russian Federation, on amendments to article 76.1 of the Federal law on the Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia) and the recognition of certain provisions of legislative acts of the Russian Federation» dated 13.07.2015 №222-FZ (last edition)]. Available at: Spravochnaja pravovaja sistema «Konsul'tantPljus» [ConsultantPlus legal reference system] (Accessed: 13 October 2017).
 2. Banki ustanovili priem zayavok na «narodnye obligatsii» Yamala iz-za prevysheniya sprosa [Banks stopped accepting applications for the «national bonds» of the Yamal because of excess demand] // Internet-gazeta ZNAK [Internet-newspaper ZNAK]. Available at: https://www.znak.com/2017-10-19/banki_ostanovili_priem_zayavok_na_narodnye_obligacii_yamala_iz_za_prevysheniya_sprosa (Accessed: 02.11.2017).
 3. Bumagi – narodu, pribyl – bankam [Security papers to people, profits to banks] // Gazeta.ru. Available at: <https://www.gazeta.ru/business/2017/03/22/10588559.shtml#page3> (Accessed: 02 November 2017).
 4. V Rossii reytingovye agentstva S&P, Moody's i Fitch stali filialami [In Russia's rating Agency S&P, Moody's and Fitch became branches] // RBK. Available at: <https://www.rbc.ru/rbcfreenews/58f0a48a9a7947b55e0f5156> (Accessed: 26 October 2017).
 5. Infografika. Oktyabr 2017 [Infographics. October 2017] // Moskovskaya birzha [The Moscow stock exchange]. Available at: <http://www.moex.com/s2184> (Accessed: 02 November 2017).
 6. Larina O. I., Moryzhenkova N. V. Rynok subfederalnykh zaimstvovaniy v Rossii: vozdeystvie fundamentalnykh faktorov i puti razvitiya. Monografiya [The market of subfederal borrowing in Russia: the impact of fundamental factors and ways of development. Monograph]. Moscow, Knorus, 2015. 184 p.
 7. Osnovnye napravleniya gosudarstvennoy dolgovooy politiki Rossiyskoy Federatsii na 2017-2019 gg. [The main directions of the state debt policy of the Russian Federation for 2017-2019] // Available at: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/02/main/Dolgovaya_politika_2017-2019.pdf (Accessed: 01 October 2017).
 8. Reytingi kreditosposobnosti regionalnykh i munitsipalnykh organov vlasti Rossiyskoy Federatsii [Credit ratings of regional and municipal authorities of the Russian Federation] // Reytingovoe agentstvo RAEX («Ekspert RA») [Rating Agency RAEX (Expert RA)]. Available at: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/02/main/Dolgovaya_politika_2017-2019.pdf (Accessed: 02 November 2017).
 9. Reytingi emitentov [Issuer ratings] // Analiticheskoe kreditnoe reytingovoe agentstvo – AKRA [Analytical credit rating Agency-ACRA]. Available at: <https://www.acra-ratings.ru/ratings/issuers?q=&subgroups%5B%5D=2#search> (Accessed: 02 October 2017).
 10. Reytingovoe agentstvo RAEX («Ekspert RA») [Rating Agency RAEX (Expert RA)]. Available at: <https://raexpert.ru> (data obrashcheniya: 02 October 2017).
 11. Rossiyskiy fondovyy rynek: 2016 god. Sobytiya i fakty [The Russian stock market in 2016. Events and facts] // NAUFOR. Available at: <https://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2016.pdf> (Accessed: 02 October 2017).
 12. S&P mutit vodu [S&P muddying the water] // Gazeta.ru. Available at: <https://www.gazeta.ru/financial/2011/11/18/3839262.shtml?updated> (Accessed: 02 October 2017).