

ВЫБОР ИНСТРУМЕНТА ЗАИМСТВОВАНИЙ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ СУБЪЕКТАМИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ И МУНИЦИПАЛЬНЫМИ ОБРАЗОВАНИЯМИ

Л. А. Эркес

Сибирский филиал Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Поступила в редакцию 2 апреля 2011 г.

Аннотация: в статье рассматриваются отличия облигаций и кредитов как способа привлечения заимствований субъектами РФ и муниципальными образованиями, систематизируются факторы, влияющие на выбор инструмента заимствований на финансовых рынках, приводятся принципы отбора инструмента заимствований.

Ключевые слова: заимствования органов власти, субфедеральные и муниципальные облигации, кредиты субъектов Российской Федерации и муниципальных образований.

Abstract: the article examines distinctions between bonds and credits as methods of financial borrowings of regional and municipal governments, organizes factors that influence on the choice of loan instruments on financial markets, and describes principles of selecting the way of borrowings.

Key words: borrowings of authorities, subfederal and municipal bonds, credits of regional and municipal governments.

Недостаточность доходной базы бюджетов территорий и растущие потребности в финансировании расходных обязательств приводят к возрастанию потребности субъектов Российской Федерации (СРФ) и муниципальных образований (МО) в привлечении заимствований.

В соответствии со статьей 103 Бюджетного кодекса РФ [1] под *государственными заимствованиями субъектов РФ (муниципальными заимствованиями)* понимаются займы, осуществляемые путем выпуска ценных бумаг от имени СРФ (МО), и кредиты, привлекаемые в бюджет СРФ (местный бюджет) от других бюджетов бюджетной системы РФ, кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций*, по которым возникают долговые обязательства.

Из всех заемных инструментов территориальные органы власти могут самостоятельно привлечь ресурсы в форме кредитов и облигаций. Решение о предоставлении бюджетных кредитов принимается вышестоящим уровнем бюджетной системы, фактическое влияние нижестоящего органа власти на этот ресурс ограничено. Таким образом, органы власти при принятии решений о привлечении заемных ресурсов выбирают инструменты финансового рынка, а именно рынка ценных бумаг или

рынка кредитования. Выбор способа привлечения заимствований в бюджет имеет большое значение для СРФ и МО и отражается на расходах на обслуживание долга, возможностях по управлению долговыми обязательствами.

Для отбора инструмента заимствований на финансовых рынках заемщику необходимо понимать особенности инструментов, их виды, достоинства и недостатки, факторы, влияющие на выбор, оценивать ситуацию на финансовых рынках. На основе систематизации информации, представленной в литературе [2–5], были выделены основные отличия кредитов и облигаций для СРФ и МО.

1. Количество кредиторов (инвесторов). Одним из основных преимуществ облигационного займа является участие широкого круга инвесторов, что способствует формированию публичной кредитной истории, распределению долга среди большого числа покупателей, что исключает зависимость от одного кредитора, снижению стоимости эмиссии облигаций для эмитента. При привлечении кредита риски ложатся, как правило, на один банк, поэтому указанных преимуществ не возникает. Они могут появиться в случае привлечения синдицированного кредита, однако с 2006 г. СРФ и МО не прибегали к данной форме заимствований.

2. Стоимость привлечения ресурсов. На стоимость заимствований оказывает влияние множество факторов, основными из которых являются

* Привлечение кредитов иностранных банков и международных финансовых организаций разрешено только для СРФ.

© Эркес Л. А., 2011

кредитоспособность заемщика, срок привлечения, ресурсная база и возможности кредитора (инвестора). Как уже отмечалось, широкий круг инвесторов способствует снижению стоимости облигаций. Кроме того, ценные бумаги обеспечивают инвесторам дополнительные преимущества, связанные с управлением ликвидностью и диверсификацией рисков, поэтому инвесторы соглашаются на более низкую процентную ставку, в отличие от кредитной организации, которая единолично предоставляет средства. Преимущества выпуска облигаций по стоимости и срокам проявляются, прежде всего, при больших и регулярных заимствованиях, обслуживать которые способны в основном крупные заемщики.

Несмотря на указанные особенности, стоимость привлечения облигаций не всегда оказывается ниже стоимости кредита. В каждом случае заемщику необходимо тщательно подходить к анализу расходов, связанных с привлечением и обслуживанием различных инструментов заимствований.

При выпуске облигаций кроме расходов по выплате купонов (или дисконта) возникает необходимость оплаты услуг финансовых посредников рынка ценных бумаг (генеральный агент, организатор торговли, депозитарий). Поэтому к купонным выплатам (дисконту) прибавляются дополнительные издержки в пределах 2–3 % от объема эмиссии [5].

Обслуживание банковских кредитов региональных и местных органов власти последние несколько лет в основном осуществляется без уплаты дополнительных комиссий.

3. Объем привлечения денежных средств зависит от потребностей СРФ и МО в финансовых ресурсах, финансового состояния заемщика, возможностей рынка и его участников. Минимальный объем эмиссии облигаций, при котором она становится эффективной, составляет не менее 500 млн руб. [6, с. 63]. С увеличением объема займа возрастает его ликвидность, поэтому вместо нескольких небольших выпусков целесообразнее размещать один крупный.

По кредитным ресурсам не существует минимальных и максимальных объемов, но каждым банком устанавливается в индивидуальном порядке предельный объем предоставления кредитов на одного заемщика. Общим для всех банков является ограничение на величину максимального размера риска на одного заемщика (не более 25 % от собственного капитала банка).

4. Срок привлечения ресурсов путем выпуска облигаций в среднем выше сроков кредитования. В российские банки обычно предоставляют кредиты сроком до трех лет, большая часть кредитов выдается на сроки, не превышающие одного года, например в I полугодии 2010 г. они составили порядка 47 %* общего объема кредитов по договорам, заключенным СРФ. Срок обращения облигаций составляет 3–5 лет. Таким образом, выпуская облигации, органы власти имеют возможность привлечь финансирование на более длительный срок по сравнению с кредитами.

5. Гибкость управления заемным инструментом определяется возможностями заемщика оказывать влияние или непосредственно изменять условия привлечения, обслуживания, погашения и структуру заимствований. Привлекая денежные ресурсы с рынка ценных бумаг, эмитент обладает достаточно высокой степенью свободы в определении параметров выпуска, таких как объем, срочность займа, структура купонных выплат, наличие амортизации, может самостоятельно устанавливать способ и порядок размещения, порядок определения цены размещения и процентных ставок купонов, стоимость и порядок осуществления оферты, размещать дополнительные выпуски, управлять облигациями на вторичном рынке путем проведения операции РЕПО и досрочного выкупа бумаг. Гибкость управления при привлечении кредитов проявляется в возможности самостоятельно определять объем, сроки, стоимость, порядок досрочного погашения, порядок привлечения. Основные отличия в гибкости управления облигациями и кредитами заключаются в следующем:

– возможность снижения действующих процентных ставок может быть закреплена в кредитном договоре, по облигациям эмитент не может после размещения изменить ставку купона или поменять дисконт;

– право досрочного погашения в любую дату без взимания штрафных санкций может быть предусмотрено кредитным договором, реализация данного права по облигациям значительно сложнее и в соответствии с современной российской практикой эмитентов – органов власти предполагает либо 1) выкуп (отзыв) ценных бумаг эмитентом в любую дату по рыночным ценам, что при котировках выше номинала приводит к дополнительным расходам, либо 2) погашение амортизационными частями в установленные в решении об эмиссии

* Расчеты автора на основе мониторинга аукционов по кредитам СРФ за I полугодие 2010 г.

даты производится по номиналу, эмитент не может изменить дату погашения, что снижает гибкость в управлении инструментом;

– реструктуризация долга по кредиту предполагает проведение переговоров с одним кредитором, а не с множеством владельцев облигаций, которые на разных условиях будут согласны на сделку, что затрудняет изменение условий заимствования после размещения ценных бумаг.

6. Проведение законодательно установленных процедур. При привлечении кредита органам власти необходимо провести аукцион по выбору кредитной организации. Выпуск СМО потребует подготовки генеральных условий, условий эмиссии, решения о выпуске, осуществления регистрации в Министерстве финансов РФ условий выпуска ценных бумаг, а также проведения аукционов (конкурсов) по выбору финансовых посредников рынка ценных бумаг. Таким образом, эмиссия облигаций сопряжена с большими временными издержками и сложностями в проведении процедур.

На основе рассмотренных отличий облигационного займа от банковского кредита можно выделить *факторы, влияющие на выбор инструмента заимствований*: стоимость привлечения ресурсов (ценовой фактор); срок осуществления заимствований; объем потребности в заемных ресурсах; потребность в гибком управлении инструментом; состояние и тенденции развития финансовых рынков; структура портфеля заимствований СРФ (МО); срочность в привлечении ресурсов (время, в течение которого возможно привлечь средства); направление использования заемных средств; прочие неценовые факторы.

Выбор инструмента заимствований рассматривается с учетом следующих допущений: заемщик определил объем потребностей в заемном финансировании, сделал выбор относительно срока заемных инструментов, утвердил программу заимствований, в которую включен необходимый объем заимствований, и постоянно проводит анализ рынка СМО и рынка кредитования СРФ и МО.

Рассмотрим влияние каждого фактора на выбор инструмента заимствований органами власти.

1. *Стоимость привлечения и обслуживания ресурсов.* При выборе заемного инструмента «решающее значение имеет стоимость <...> привлекаемых ресурсов и наличие в нужных размерах финансовых ресурсов на соответствующем рынке капитала» [3, с. 135]. Второй фактор является определяющим, если на одном из рынков наблюда-

ются стагнация, низкий интерес к СРФ и МО как заемщикам.

Для определения стоимости заемных ресурсов проводится анализ рынка СМО и рынка кредитования СРФ и МО, в ходе которого устанавливаются значения доходностей к погашению по выпускам облигаций и процентные ставки по кредитам. Для инструментов выбранной срочности рассчитывается средневзвешенный показатель. В целях повышения точности расчетов в выборку могут быть включены заимствования органов власти, относимых к одной «целевой группе»*.

Заемщик осуществляет выбор, исходя из принципа минимизации издержек. Таким образом, критерием для выбора будет служить наименьший из показателей: средневзвешенная доходность к погашению по выпускам облигаций и средневзвешенная процентная ставка по набору кредитов.

2. *Срок привлечения финансовых ресурсов.* В качестве критерия выбора по данному показателю принимается средневзвешенный срок или дюрация (для облигаций). Чем больше срок привлечения финансовых ресурсов, тем ниже риск рефинансирования долга и тем больше защищен заемщик от колебаний рыночной конъюнктуры. При этом существует обратная зависимость между сроком привлечения заимствований и их стоимостью. При выборе срока органам власти целесообразно учитывать прогнозные значения бюджетных параметров на период, в котором предполагается погашение, а также график погашения принятых долговых обязательств, который не должен содержать резких пиков платежей, приходящихся на узкий временной период.

3. *Объем заимствований.* Объем заимствований зависит, прежде всего, от потребности в заемных ресурсах, а также от возможностей рынка их предоставить. Для обеспечения ликвидности выпуска облигаций объем займа должен составлять не менее 500 млн руб., у небольших муниципальных образований может не возникнуть такой потребности в заимствованиях.

В нормальных условиях функционирования финансового рынка при определенном упрощении процессов зависимость доходности облигационных займов (ОЗ) и коммерческих кредитов от величины объема займа при неизменности и равенстве других параметров может быть представлена соответствующими кривыми (см. рисунок).

* Под «целевой группой» понимаются заемщики, которые сопоставимы с заемщиком по каким-либо признакам: уровень кредитного рейтинга, величина доходов и расходов бюджета, величина долга, долговая нагрузка и т.д.

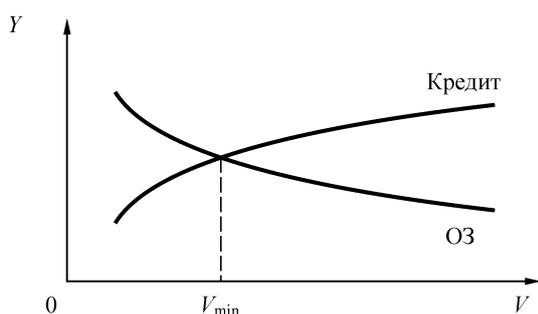


Рисунок. Зависимость доходности ОЗ и кредитов от объема заимствований [7]

Особенностью ОЗ является снижение доходности (Y) с увеличением объема выпуска (V) за счет роста ликвидности. Для кредитов характерна прямая зависимость: с ростом объема кредита увеличивается ставка доходности. График иллюстрирует, что в некоторой точке V_{\min} кривые пересекутся. Чтобы эмиссия облигаций для эмитента была более выгодна, чем получение кредита, объем эмиссии V должен быть не меньше некоторой предельной величины V_{\min} [8, с. 66].

Величина V_{\min} не является постоянной, а определяется конъюнктурой рынка, кредитоспособностью заемщика, сроком обращения облигаций и пр., т.е. является функцией нескольких переменных, в том числе времени. Точное значение величины V_{\min} неизвестно, ее определение требует специального исследования.

Для конкретного СРФ (МО) определение оптимального объема займа включает следующие этапы [8]: расчет дефицита бюджета; оценка объема рефинансирования; оценка максимального объема заимствования; оценка долговой емкости бюджета, т.е. способности обслуживать и погашать долг за счет собственных доходов бюджета.

4. *Потребность в гибком управлении инструментом.* Чем больше возможности оперативного управления заемным инструментом, тем проще заемщику приспособиться к изменениям, происходящим на финансовых рынках. Особо важную роль играет этот фактор в условиях финансово-экономической нестабильности и высокой волатильности рынков.

В условиях кризиса проявились преимущества банковских кредитов по сравнению с облигационными займами, заключающиеся в возможности оперативно управлять ставкой в условиях снижения ставок на рынке за счет досрочного погашения кредита и получения нового с меньшей ставкой или за счет переговоров с кредиторами о снижении

процентов по действующим договорам. Проведение активной долговой политики в этом направлении позволяет заемщикам снижать стоимость обслуживания долга.

5. *Состояние и тенденции развития финансовых рынков.* Влияние этого фактора уже отмечалось в первом пункте. Наличие в нужных размерах финансовых ресурсов на соответствующем финансовом рынке зависит во многом от состояния развития рынка, уровня инфраструктуры, видов финансовых инструментов, финансовых возможностей участников, их активности и готовности работать с СРФ (МО) как заемщиками и т.п. Если на одном из рынков наблюдается нехватка ресурсов, вероятнее всего, что заемщик не сможет привлечь ресурсы в необходимом объеме либо их стоимость будет значительно дороже.

Другой особенностью влияния состояния рынка на выбор инструмента заимствований является связь с циклом экономической активности. Как было отмечено в предыдущем пункте, в условиях кризиса предпочтение должно отдаваться банковским кредитам, если рынок кредитования не оказывается «парализованным» вследствие финансовой нестабильности.

6. *Структура портфеля заимствований СРФ (МО).* При выборе инструмента заимствований заемщику целесообразно диверсифицировать долговой портфель по инструментам, срокам погашения и кредиторам. Диверсификация по кредиторам позволяет более гибко управлять привлеченными ресурсами, не допускать зависимости от одного кредитора. Однако действующее законодательство о закупках [1] не дает свободы выбора кредиторов. При выпуске облигаций множество инвесторов не могут оказывать давление на эмитента. Диверсификация заимствований по срокам погашения предполагает привлечение ресурсов с различными датами погашения. Влияние данного фактора не является решающим при выборе инструмента заимствований, но его учет способствует формированию более оптимального долгового портфеля.

7. *Срочность в привлечении ресурсов (время, в течение которого возможно привлечь средства).* Организация привлечения ресурсов путем выпуска ценных бумаг может занять от трех до шести месяцев, тогда как привлечение кредита занимает в среднем полтора месяца. Чем более оперативно СРФ (МО) нужны средства, тем меньше времени для организации их привлечения.

8. *Направление использования заемных средств.* Данный фактор оказывает влияние в случае, если

потребность в заимствованиях возникает у СРФ (МО) в связи с реализацией инвестиционных проектов. В этой ситуации выпуск облигаций оказывается, как правило, более эффективным, так как дает возможность привлечь средства на длительный срок, выходящий за рамки исполнения проекта, позволяет за счет реализации проекта обеспечить источник дополнительных поступлений в бюджет, повышает прозрачность расходования заемных средств, в результате чего возрастает интерес инвесторов.

9. *Прочие неценовые факторы.* На выбор инструментов заимствований непосредственное влияние оказывают такие факторы, как уровень менеджмента, кредитная история, макроэкономическая ситуация в стране, законодательная база и др.

Анализ факторов, влияющих на выбор инструмента заимствований, позволяет выделить случаи, при которых исполнительный орган власти может принимать решения о привлечении конкретного инструмента, не проводя их сравнительного анализа (см. таблицу).

Отбор инструмента заимствований на финансовых рынках должен максимально отвечать потребностям заемщика в привлечении ресурсов и базироваться на следующих *принципах*:

- минимизация издержек;
- максимизация сроков привлечения ресурсов;
- диверсификация;
- высокая гибкость и динамизм процесса управления заимствованиями;
- вариантность (альтернативность) подходов к выбору формы и условий привлечения заемных средств.

Резюмируя изложенное выше, *порядок выбора инструмента заимствований* на финансовых рынках можно представить следующим образом:

1. Оценка актуальности условий, приводящих к однозначному выбору инструмента (см. таблицу). При этом может потребоваться предварительный анализ рынка СМО и рынка кредитования СРФ (МО).

2. Проведение анализа рынка СМО и рынка кредитования СРФ (МО). Определение «целевой группы». В случае однозначности выбора заемщик использует результаты анализа для конструирования условий привлечения заемного инструмента.

3. Определение средневзвешенной стоимости и средневзвешенного срока по альтернативным инструментам заимствований на финансовых рынках на момент принятия решения.

4. Учет влияния набора неценовых факторов.

На основании принятого решения по выбору инструмента заимствований подготавливается документация для проведения тендера на оказание соответствующих услуг.

ЛИТЕРАТУРА

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31 июля 1998 г. № 145-ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/online/>
2. Мещеряков И. Структура муниципального долга: кредитная политика или кредитное поведение? // И. Мещеряков // Рынок ценных бумаг. – 2006. – № 16. – С. 76–78.
3. Рынок ценных бумаг / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 2002. – 448 с.
4. Хорев К. П. Рынок региональных и муниципальных облигаций / К. П. Хорев // Финансы. – 2004. – № 9. – С. 35–38.

Т а б л и ц а

Условия, ограничивающие выбор инструмента заимствований на финансовых рынках

Условие	Выбор инструмента	Причина выбора
На рынке ценных бумаг отсутствует или ограничено предложение	Кредит	Низкий спрос инвесторов на ценные бумаги, риск неразмещения выпуска
На рынке кредитования отсутствует или ограничено предложение	Облигации	Высокая вероятность отсутствия заявок на аукционе по привлечению кредита
Заемщику необходимы «короткие» ресурсы (сроком до 1 года)	Кредит	Выпуск облигаций на срок менее 1 года нецелесообразен
Заемщику необходимы «длинные» ресурсы (сроком более 5 лет) или ресурсы на реализацию инвестиционного проекта	Облигации	Крайне низкое предложение длинных денег со стороны коммерческих банков; привлекательность для инвесторов вложения средств в «понятный» инструмент (под проект)
Заемщику необходим объем средств менее 500 млн руб.	Кредит	Выпуск облигаций номинальным объемом менее 500 млн руб. неликвиден
Заемщику необходимы финансовые ресурсы в максимально сжатые сроки	Кредит	Привлечение кредитов позволяет более оперативно получить ресурсы

5. Шамина А. Облигации – альтернатива кредиту? [Электронный ресурс] / А.Шамина // Финансовый директор. – 2002. – № 2. – Режим доступа: <http://www.fd.ru/reader.htm?id=1243>

6. Рыбин И. А. Сравнение облигационных займов и кредитов / И. А. Рыбин // Рынок ценных бумаг – 2007. – № 1 – С. 63–64.

Сибирский филиал Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Эркес Л. А., аспирант кафедры региональной экономики

E-mail: liano4ka@inbox.ru

Тел.: 8-923-246-16-53

7. Глазков С. Облигационные займы муниципальных образований [Электронный ресурс] / С. Глазков. – Режим доступа: <http://www.sfr.krd.ru>

8. Глазков С. Планирование объема заимствований муниципальных образований / С. Глазков // Рынок ценных бумаг. – 2007 – № 1. – С. 65–69.

Siberian Branch of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration

Erkes L. A., Post-graduate Student of the Regional Economy Department

E-mail: liano4ka@inbox.ru

Tel.: 8-923-246-16-53