

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: СТОИТ ЛИ ИГРА СВЕЧ?

А. П. Сырбу, Е. В. Дмитриева, Я. О. Зорина

ФГБОУ ВО «Тамбовский государственный технический университет», г. Тамбов, Россия

Рецензент д-р экон. наук С. П. Юхачёв

Ключевые слова: банковский кредит; государственные долговые обязательства субъектов РФ; дефицит регионального бюджета; долговые ценные бумаги; кредитный рейтинг региона; облигационный займ; субфедеральные облигации; финансовые ресурсы.

Аннотация: Рассмотрены аспекты привлекательности и недостатки использования субфедеральных облигаций как инструмента заимствования и привлечения финансовых ресурсов для покрытия дефицита бюджета регионов, решения финансовых задач региональными органами власти. Проанализированы параметры и условия выпусков субфедеральных облигаций Тамбовской области в 2006, 2016 и 2017 гг. Проведено сравнение с условиями по кредитам и займам, предоставляемыми коммерческими кредитными организациями региональным властям Тамбовской области. Обозначены различия между федеральными, субфедеральными и муниципальными облигациями в России, выявлены некоторые проблемы, возникающие при эмиссии субфедеральных облигаций. Предложен ряд мер, которые будут способствовать эффективности использования субфедеральных облигаций в качестве инструмента заимствования.

Введение

Выпуск региональными властями долговых обязательств является одним из распространенных инструментов привлечения финансовых ресурсов для обеспечения деятельности администраций республик, краев, областей. В современных экономических условиях многие регионы решили использовать данный инструмент в силу уменьшения объемов финансирования за счет трансфертов из федерального бюджета и дороговизны кредитов, предоставляемых коммерческими кредитными организациями.

Сырбу Александр Петрович – кандидат экономических наук, доцент кафедры «Экономика», e-mail: former2002@mail.ru; Дмитриева Екатерина Владимировна – студентка; Зорина Яна Олеговна – магистрант, ТамбГТУ, г. Тамбов, Россия.

Так ли выгодно выпускать регионам свои собственные долговые ценные бумаги, и стоит ли эта игра свеч? Попытаемся выяснить данный вопрос на примере анализа выпуска субфедеральных облигаций Тамбовской области, которая за последние два года активизировала свою деятельность на рынке долговых ценных бумаг.

Общий взгляд на выпуск региональными властями субфедеральных облигаций

Облигационные займы – способ заимствования для региональных органов власти. Региональные облигации занимают одно из основных мест в развитии федеративных государств с высокой степенью экономической самостоятельности регионов. По обороту рынка региональных облигаций лидирует США, значительную долю рынка занимают европейские страны [1]. В России рынок субфедеральных облигаций характеризуется низкой ликвидностью и низкими оборотами на вторичном рынке облигаций.

Отметим, что региональные органы власти чаще всего используют традиционные для России источники привлечения финансовых ресурсов – кредиты коммерческих банков и прямые бюджетные трансферты.

Федеральный закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» гласит: «государственные и муниципальные ценные бумаги могут быть выпущены в виде облигаций или иных ценных бумаг, относящихся к эмиссионным ценным бумагам в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», удостоверяющих право их владельца на получение от эмитента указанных ценных бумаг денежных средств или в зависимости от условий эмиссии этих ценных бумаг иного имущества, установленных процентов от номинальной стоимости либо иных имущественных прав в сроки, предусмотренные условиями указанной эмиссии», а «эмитентом государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации выступает высший исполнительный орган государственной власти субъекта Российской Федерации либо финансовый орган субъекта Российской Федерации, наделенные законом субъекта Российской Федерации правом на осуществление государственных заимствований субъекта Российской Федерации» [2]. В общепринятом обороте, а также профессиональной и научной среде долговые обязательства, выпущенные от имени Правительства Российской Федерации или уполномоченного им федерального органа исполнительной власти, принято называть федеральными облигациями, от имени субъектов Российской Федерации – субфедеральными, долговые ценные бумаги, выпущенные муниципальными образованиями – муниципальными облигациями.

Выпуск субфедеральных облигаций Тамбовской областью

Эмиссия долговых ценных бумаг субъектами РФ – не единственный инструмент заимствования и источник финансирования дефицита бюджета. Заимствованные средства привлекаются и из других источников, по которым также возникают долговые обязательства субъекта РФ. Тем не

менее выпуск субфедеральных облигаций способствует не только снижению дефицита бюджета регионов, но и активизации инвестиционной деятельности в регионе, улучшению социально-экономических условий, снижению инвестиционных рисков. Рассмотрим источники финансирования бюджета региона на примере Тамбовской области (рис. 1). Очевидно, что администрация Тамбовской области в последние два года значительно нарастила объем заимствований с помощью выпуска субфедеральных облигаций. Их доля от всей суммы внутреннего долга Тамбовской области на 01.11.2017 составила 30,03 %, тогда как на 01.01.2014 она равна 0 (рис. 2). Тамбовская область 05.12.2017 выпустила субфедеральные облигации на сумму 3 000 млн р., что еще более увеличило долю объема заимствований с помощью облигаций. Заметим, что Тамбовская область прекратила предоставлять гарантии субъекта Российской Федерации.

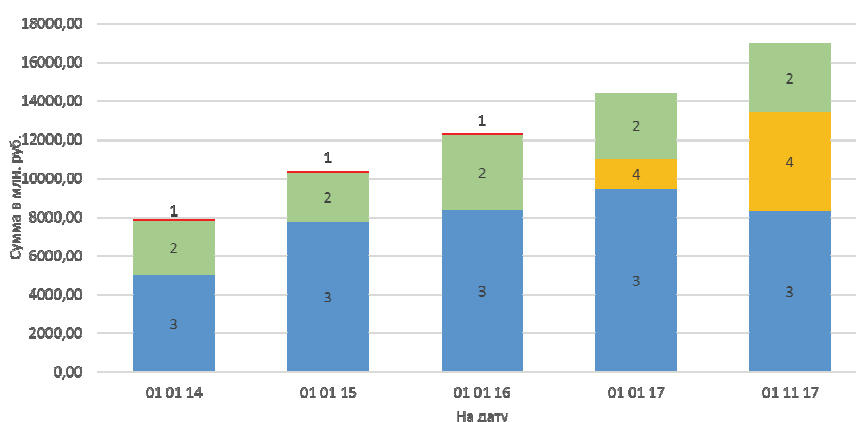


Рис. 1. Долговые обязательства Тамбовской области, млн р. [3]

(составлено авторами на основе данных Финансового управления Тамбовской области)

1 – обязательства по выданным гарантиям; 2 – бюджетные кредиты, полученные из федерального бюджета; 3 – кредитные соглашения и договоры; 4 – государственные облигации Тамбовской области

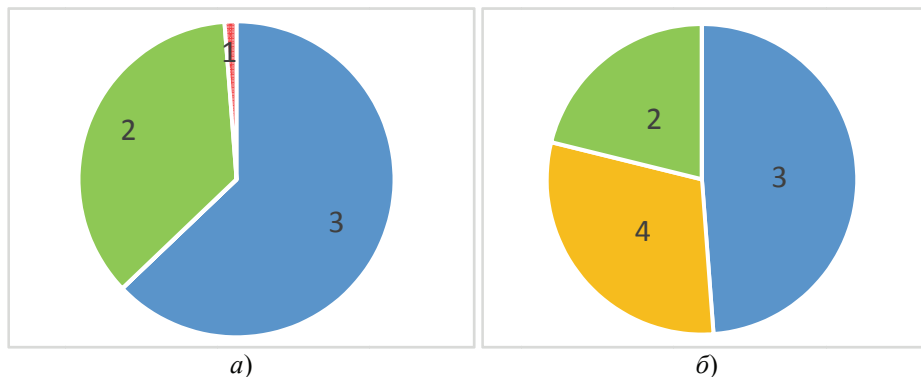


Рис. 2. Соотношение долговых обязательств Тамбовской области, % [3], по состоянию:
а – 01.01.2014; б – 01.11.2017

(составлено авторами на основе данных Финансового управления Тамбовской области)

1 – обязательства по выданным гарантиям: а – 1,22 %, б – 0,00 %; 2 – бюджетные кредиты, полученные из федерального бюджета: а – 35,92 %, б – 21,16 %; 3 – кредитные соглашения и договоры: а – 62,87 %, б – 48,81 %; 4 – государственные облигации Тамбовской области: а – 0,00 %, б – 30,03 %

Почему же администрация Тамбовской области увеличила долю средств, заимствованных через выпуск субфедеральных облигаций, практически сравнив привлечение финансовых ресурсов с помощью данного инструментария с привлечением с помощью кредитных договоров и соглашений?

В работе [4] отмечены некоторые аспекты привлекательности использования облигационных займов в качестве инструментов заимствования для региональных властей:

- гибкость при определении характеристик заимствования. Конкретный регион может установить ставки ниже банковских, но в пределах рыночных запросов, и привлечь среднесрочные или «длинные» деньги. Параметры займа создают под реальное финансово-экономическое положение в регионе и стране;

- финансовая самостоятельность как от дотирования из федерального бюджета, так и от одного или нескольких кредиторов. При размещении субфедеральных облигаций среди большого числа заемщиков снижается зависимость от одного или нескольких кредиторов;

- оперативное управление структурой и объемом задолженности субъекта РФ за счет рыночного характера заимствования. Эмитент может управлять объемом долга путем реструктуризации или досрочного погашения облигаций;

- отсутствие строгой целевой направленности расходования привлеченных средств. Эмиссия долговых ценных бумаг осуществляется в целях финансирования дефицита бюджета и погашения долговых обязательств. Данный факт, с одной стороны, упрощает выпуск субфедеральных облигаций, с другой, – снижает интерес к облигациям со стороны потенциальных инвесторов, так как неочевидны конкретные цели привлечения финансовых ресурсов регионами;

- поддержание кредитного рейтинга региона. Субфедеральные облигации формируют кредитную историю и рейтинг эмитента, тем самым создают благоприятное отношение со стороны потенциальных инвесторов, кредиторов и контрагентов и позволяют размещать новые займы на более выгодных условиях;

- возможность привлечения финансовых ресурсов из других регионов и из-за рубежа;

- процесс выпуска долговых обязательств администрациями регионов способствует трансформации сбережений хозяйствующих субъектов региона в инвестиции, что подстегивает социально-экономическое развитие региона.

С помощью выпуска субфедеральных облигаций региональные органы власти решают многие социально-экономические задачи в регионе, не прибегая к помощи со стороны федеральных властей. Администрации регионов, выпуская субфедеральные облигации, привлекают инвестиционные ресурсы на подходящих для региона условиях. Таким образом, они обеспечивают возможность решения многих существенных проблем в регионе.

Тамбовская область не является рекордсменом по выпуску субфедеральных облигаций среди субъектов РФ, однако региональные органы

власти имеют опыт в использовании долговых ценных бумаг в качестве инструмента привлечения финансовых ресурсов. Параметры эмиссии субфедеральных облигаций региона представлены в табл. 1 [5, 6].

В 2006 году администрация Тамбовской области решила впервые в своей истории покрыть дефицит бюджета за счет выпуска ценных бумаг – облигаций. Номинальная стоимость одной субфедеральной облигации составила 1 000 р. Объем эмиссии – 400 000 шт. или 400 млн р. Главный андеррайтер при размещении данного выпуска – акционерный коммерческий банк «РОСБАНК». Срок обращения облигаций составил 2 года. Погашение облигаций произошло 27 сентября 2008 г. В период с 2008 по 2015 гг. субфедеральные облигации администрацией Тамбовской области не выпускались.

Финансовое управление Тамбовской области 20 сентября 2016 г. вновь разместило субфедеральные облигации области. Номинальная стоимость осталась прежней – 1 000 р., объем эмиссии составил 1 600 000 шт. или 1 600 млн р. Срок обращения выпуска – 7 лет. Двумя главными андеррайтерами при размещении данного выпуска стали АО «ВТБ Капитал» и Совкомбанк. Дата погашения облигаций – 20.09.2023 г.

Следующее размещение субфедеральных облигаций Тамбовской области реализовано 12 июля 2017 г. Номинальная стоимость облигаций составила 1 000 р. Объем эмиссии – 3 500 млн р. по номинальной стоимости. Срок обращения выпуска составляет 7 лет. Андеррайтерами выпуска выступили АО «ВТБ Капитал», Sberbank CIB и Совкомбанк. 5 декабря 2017 г. размещен последний выпуск субфедеральных облигаций области в данном году номинальной стоимостью 1 000 р. и объемом 3 000 млн р. Срок обращения облигаций – 8 лет, организаторами выпуска выступил Совкомбанк, АО ВТБ Капитал и Sberbank CIB. По сравнению с 2006 г. объем эмиссии субфедеральных облигаций Тамбовской области в 2017 г. увеличился более чем в 16 раз, по сравнению с 2016 г. – более чем в 4 раза.

Таблица 1

Параметры эмиссии облигационных займов Тамбовской области

Год выпуска	Государственный регистрационный номер	Номинальная стоимость, р.	Объем эмиссии, шт. / млн р.	Дата погашения	Процентная ставка	Периодичность выплат, раз в год	Дюрация, дней	Состояние выпуска
2006	RU31001TMB0	1 000	400 000 / 400	27.09.2008	8,0	4	-	Погашен
2016	RU35002TMB0		1 600 000 / 1 600	20.09.2023	9,6		1327	В обращении
2017	RU35003TMB0		3 500 000 / 3 500	12.07.2024	8,4		1491	
	RU35004TMB0		3 000 000 / 3 000	05.12.2025	8,0		1932	

Отметим, что выпущенные в 2016 и 2017 гг. и на данный момент непогашенные облигации Тамбовской области допущены к торгам на крупнейшей российской торговой площадке ценными бумагами – Московской бирже, входят в Первый котировальный уровень. Выпущенные облигации с государственным регистрационным номером RU35002TMB0 и RU35003TMB0 включены в Ломбардный список ЦБ РФ [7]. Выпуск с государственным регистрационным номером RU35004TMB0 соответствует требованиям к включению данных ценных бумаг в Ломбардный список ЦБ РФ и, на наш взгляд, в ближайшее время будет введен в данный список.

Включение ценных бумаг области в Ломбардный список ЦБ РФ позволяет данным субфедеральным облигациям выступать в качестве обеспечения и предмета сделок по операциям коммерческих кредитных организаций с Банком России, что увеличивает их инвестиционную привлекательность и спрос на них.

Субфедеральным облигациям Тамбовской области с государственным регистрационным номером RU35004TMB0 рейтинговым агентством «АКРА» присвоен впервые кредитный рейтинг. Рейтинг соответствует уровню BBB+(RU) – умеренный уровень кредитоспособности по сравнению с другими рейтингуемыми лицами, выпусками ценных бумаг или финансовыми обязательствами в Российской Федерации, при этом присутствует более высокая чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях в Российской Федерации [8]. Данное обстоятельство послужило дополнительным фактором повышения инвестиционной привлекательности субфедеральных облигаций области, а соответственно и их размещению на более выгодных рыночных условиях. Это возможно увидеть на практике: последний выпуск субфедеральных облигаций Тамбовской области был размещен под процентную ставку 8 %, при этом срок обращения увеличен на один год по сравнению с предыдущим выпуском 2017 г. (процентная ставка по первому выпуску 2017 г. составила 8,4 %). Безусловно, на процентную ставку субфедеральных облигаций Тамбовской области влияют и другие факторы, но считаем, что вышеописанные факты значительно повлияли на снижение стоимости заимствования. Процентная ставка первого купона по условиям выпуска определяется посредством book-building (то есть процесса составления книги заявок инвесторов в ходе размещения для эффективного определения цены). Процентные ставки последующих купонных выплат определяются исходя из размера ставки первого купона и равны ей.

Что эффективней использовать при заимствовании: банковские кредиты или субфедеральные облигации?

Проанализирован выпуск субфедеральных облигаций Тамбовской области как источника финансирования дефицита бюджета. Далее, рассмотрим, на каких условиях Тамбовской областью привлекаются финансовые ресурсы с помощью кредитных соглашений и договоров, которые

занимают значительную долю в источниках финансирования дефицита бюджета.

Согласно выпискам из Государственной долговой книги Тамбовской области, регион привлекает с 2015 г. кредиты лишь от одной коммерческой кредитной организации – ПАО «Сбербанк России». Информация наглядно представлена в табл. 2.

Таблица 2

**Кредиты, выданные Тамбовской области
ПАО «Сбербанк России»***

Сумма договоров	Сроки привлечения	Сроки погашения	Процентная ставка по кредиту
Семь договоров об открытии кредитных линий по 200 000 000,00	24.11.2015	23.11.2018	12,00
170 000 000,00	24.11.2015	23.11.2018	12,00
Два договора об открытии кредитных линий по 200 000 000,00	28.12.2015	18.12.2018	12,00
Два договора об открытии кредитных линий по 500 000 000,00	03.10.2017	18.12.2018	11,30
500 000 000,00	13.06.2017	18.12.2018	11,30
500 000 000,00	26.06.2017	18.12.2018	11,30
142 006 400,00	22.06.2017	18.12.2018	11,30
500 000 000,00	26.12.2016	16.11.2019	10,00
358 192 600,00	26.12.2016	16.11.2019	10,00
320 000 000,00	25.09.2017	24.09.2022	8,20
Три договора об открытии кредитных линий по 500 000 000,00	25.09.2017	24.09.2022	8,20
500 000 000,00	04.10.2017	03.10.2021	8,20
Два договора об открытии кредитных линий по 500 000 000,00	16.10.2017	16.10.2021	8,35

*Составлено авторами на основе данных Финансового управления Тамбовской области.

Из таблицы 2 очевидно, что лишь кредиты, привлекаемые в сентябре 2017 г. по своей стоимости сопоставимы с финансовыми ресурсами, привлекаемыми через выпуск субфедеральных облигаций. Выпуск субфедеральных облигаций предполагает ряд затрат, связанных с размещением ценных бумаг, которые увеличивают стоимость заимствованных средств. Тем не менее по стоимости привлечения субфедеральные облигации не уступают банковским кредитам. Однако практика использования регионами России субфедеральных облигаций в качестве инструментов заимствования значительно уступает привлечению финансовых средств с помощью банковских кредитов.

Выводы

Если обратиться к практике выпуска и обращения российских субфедеральных облигаций, то можно заметить определенные проблемы, которые возникают при эмиссии субфедеральных облигаций:

- основные приобретатели субфедеральных облигаций в России – крупные финансовые институты, что не решает проблемы зависимости от определенного круга кредиторов. Например, выпуск субфедеральных облигаций Тамбовской области с государственным регистрационным номером RU35003TMB0 в июле 2017 г. был выкуплен более чем на 2,3 млрд р. ПАО «Сбербанк России» [9];

- низкий уровень интереса к региональным долговым бумагам со стороны населения, несмотря на то что многие регионы пытаются выпускать субфедеральные облигации специально для физических лиц [10];

- низкая ликвидность и, как следствие, высокая волатильность на вторичном рынке субфедеральных облигаций.

Таким образом, на основе всего вышеизложенного, можно предложить ряд мер, которые позволят выпускать субфедеральные облигации, используя их максимально эффективно в качестве инструмента заимствования:

- усовершенствовать нормативно-правовую базу в области выпуска и обращения субфедеральных облигаций в целях повышения интереса физических лиц к региональным долговым бумагам;

- привлекать маркет-мейкеров на рынок региональных облигаций в целях поддержания ликвидности вторичного рынка;

- проводить постоянный анализ состояния инвестиционной среды в регионе в целях уменьшения рисков, которые способны негативно отразиться на размещении выпуска субфедеральных облигаций;

- обеспечить информационную прозрачность для потенциальных инвесторов по условиям выпуска субфедеральных облигаций, финансовому состоянию эмитента, а также к любой другой информации, которая поможет оценить инвестиционную привлекательность региона;

- обеспечить вариативность параметров облигационных выпусков, что сделало бы привлекательным выпуск субфедеральных облигаций для различных типов инвесторов;

- повысить кредитный рейтинг региона, так как высокий уровень кредитного рейтинга позволяет привлекать финансовые ресурсы на более выгодных условиях.

Отметим, что несмотря на некоторые проблемы в области выпуска и обращения субфедеральных облигаций, данный вид финансовых инструментов не уступает по эффективности другим инструментам привлечения финансовых ресурсов в региональные бюджеты.

Список литературы

1. Сырбу, А. П. Совершенствование инструментария повышения инвестиционной привлекательности региональной экономической системы : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 / А. П. Сырбу. – Тамбов, 2009. – 24 с.
2. Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг : федер. закон от 29.07.1998 № 136-ФЗ [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс. – Режим доступа : http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19587/ (дата обращения: 01.02.2018).
3. Выписка из долговой книги (выписка из Государственной долговой книги Тамбовской области) [Электронный ресурс] : офиц. сайт Финансового управления Тамбовской области. – Режим доступа : <http://fin.tmbreg.ru/6241/6444.html> (дата обращения: 01.02.2018).
4. Тишина, Е. В. Рынок субфедеральных облигаций: особенности и проблемы формирования [Электронный ресурс] / Е. В. Тишина // Проблемы развития территории. – 2015. – Вып. 5(79) – С. 148 – 155. – Режим доступа : <http://pdt.isert-gan.ru/article/1301/full> (дата обращения: 01.02.2018).
5. Регистрация условий эмиссии и обращения государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг [Электронный ресурс] : офиц. сайт Минфина России. – Режим доступа : https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/capital_issue/state_securities/register/ (дата обращения: 01.02.2018).
6. Анализ облигаций [Электронный ресурс] // RUSBONDS. Группа Интерфакс. – Режим доступа : <http://rusbonds.ru/compare.asp> (дата обращения: 01.02.2018).
7. Информационно-аналитические материалы. Ломбардный список Банка России, по состоянию на дату обновления: 27.12.2017 [Электронный ресурс] : офиц. сайт ЦБ РФ. – Режим доступа : <http://www.cbr.ru/analytics/plugins/lombardlist.aspx> (дата обращения: 01.02.2018).
8. АКРА присвоило выпуску облигаций Тамбовской области кредитный рейтинг BBB+(RU) [Электронный ресурс] : офиц. сайт Аналитического кредитного рейтингового агентства «АКРА». – Режим доступа : <https://www.acratings.ru/about/news/347> (дата обращения: 01.02.2018).
9. Сбербанк приобрел гособлигации Тамбовской области [Электронный ресурс] // Коммерсант.ru. Черноземье. – Режим доступа : <https://www.kommersant.ru/doc/3359780> (дата обращения: 01.02.2018).
10. Седлов, Д. Бонды для народа: можно ли заработать на региональных облигациях [Электронный ресурс] / Д. Седлов, А. Киракасянц // РБК. – Режим доступа : <https://www.rbc.ru/money/26/01/2017/588a166d9a7947d4350ca129> (дата обращения: 01.02.2018).

References

1. Syrbu A.P. *Extended abstract of candidate's of economic thesis*, Tambov, 2009, 24 p. (In Russ.)
2. http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19587/ (accessed 01 February 2018).

3. <http://fin.tmbreg.ru/6241/6444.html> (accessed 01 February 2018).
 4. <http://pdt.isert-ran.ru/article/1301/full> (accessed 01 February 2018).
 5. https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/capital_issue/state_securities/register/ (accessed 01 February 2018).
 6. <http://rusbonds.ru/compare.asp> (accessed 01 February 2018).
 7. <http://www.cbr.ru/analytics/plugins/lombardlist.aspx> (accessed 01 February 2018).
 8. <https://www.acra-ratings.ru/about/news/347> (accessed 01 February 2018).
 9. <https://www.kommersant.ru/doc/3359780> (accessed 01 February 2018).
 10. <https://www.rbc.ru/money/26/01/2017/588a166d9a7947d4350ca129> (accessed 01 February 2018).
-

Subfederal Bonds: Is the Juice Worth the Squeeze?

A. P. Syrбу, E. V. Dmitrieva, Ya. O. Zorina

Tambov State Technical University, Tambov, Russia

Keywords: financial resources; government liabilities of the subjects of the Russian Federation; debt securities; subfederal bonds; bank loans, bonded loans; regional budget deficit; credit rating of the region.

Abstract: The article considers the advantages and disadvantages of using subfederal bonds as an instrument of lending and attracting financial resources to cover the budget deficit of the regions, and to solve financial problems by regional authorities. The parameters and conditions for issuing subfederal bonds of the Tambov region in 2006, 2016 and 2017 were analyzed, and loan terms in commercial lending institutions to the regional authorities of the Tambov region are compared. The article identifies the differences between federal, subfederal and municipal bonds in Russia, identifies some problems that arise when issuing subfederal bonds. Major purchasers of subfederal bonds in Russia are large financial institutions, which does not solve the problem of dependence on a certain range of creditors. Most of the people living in the region are not interested in regional debt securities. Subfederal bonds have low liquidity and, as a result, high volatility in the secondary market. A number of measures that will contribute to the effectiveness of using subfederal bonds as an instrument of borrowing have been proposed. They include improving the regulatory framework in the area of issuing and circulating subfederal bonds; attracting market-makers to the regional bonds market; constant analysis of the state of the investment environment in the region; ensuring the information transparency of the issuer of subfederal bonds; ensuring the variability of the parameters of bond issues; increasing the credit rating of the region.

© А. П. Сырбу, Е. В. Дмитриева, Я. О. Зорина, 2018