

Вексель как инструмент привлечения инвестиций

© 2009 С.В. Алимова

Самарский государственный экономический университет

В статье обосновано, что сложившаяся в настоящее время экономическая ситуация становится благоприятной основой для функционирования вексельного рынка. Стабильное развитие российской экономики зависит от устойчивого роста инвестиционных ресурсов. В этой связи особую актуальность приобретают возможности, предоставляемые инструментами рынка долговых обязательств и, в частности, векселями.

Ключевые слова: инвестиции, вексель, рынок векселей, эффективность воспроизводственных процессов.

Основой оптимизации экономического развития является концентрация усилий на сферах экономики, обладающих наибольшим потенциалом повышения эффективности воспроизводственных процессов. Именно таким качеством характеризуется рынок векселей. Сложившаяся в настоящее время экономическая ситуация становится благоприятной основой для функционирования вексельного рынка. Стабильное развитие российской экономики зависит от устойчивого роста инвестиционных ресурсов. В этой связи особую актуальность приобретают возможности, предоставляемые инструментами рынка долговых обязательств и, в частности, векселями.

Уникальность векселей состоит в том, что это одновременно и универсальное средство расчетов, и средство кредитования. Вексели - один из наиболее распространенных объектов гражданского правоотношения, используемых российскими предприятиями в их финансово-хозяйственной деятельности. Предпочтение векселю отдают как крупный, так и средний и малый бизнес.

Современная экономическая теория объясняет цикличность в развитии рыночной экономики, прежде всего, действием внутренних факторов, присущих самой рыночной системе, поскольку механизм "невидимой руки" регулирует макроэкономическое равновесие стихийно. В то же время нацеленность экономических агентов на максимизацию прибыли, прежде всего, через расширение масштабов производства на базе роста инвестиций приводит к выходу совокупного предложения за пределы рыночного спроса.

Кризисы перепроизводства, по мнению большинства экономистов-теоретиков, вызваны значительным нарушением соотношения между совокупным спросом и совокупным предложением.

Очередной мировой экономический кризис не заставил себя долго ждать, разразившись в 2007 г., и продолжается по сей день. В силу развития процессов мировой интеграции и гло-

бализации он не обошел стороной нашу страну и, безусловно, негативно отражается на российской экономике в целом.

Российский бизнес настроен в отношении будущего весьма пессимистично. Как отмечают специалисты, индексы PMI и промышленного оптимизма достигли уровня 1998 г. Низкий уровень зарплат и тарифов госмонополий, а также ограничения доступности капитала снижают конкурентоспособность российской экономики¹.

Сложившиеся устойчивые негативные ожидания стимулируют эскалацию кризиса финансирования, что в итоге ведет к спаду развития реального сектора экономики. Одной из основных причин подверженности России мировым экономическому и финансовому кризисам, по мнению А. Идрисова, представителя Strategy Partners, стала низкая доступность финансирования на внутреннем рынке². Также существенное давление на бизнес оказало сокращение денежного предложения.

Реальный сектор заинтересован в привлечении оборотного капитала. Условия вексельного финансирования особенно подходят для предприятий, имеющих значительные кассовые разрывы в своем обороте и ограниченных в возможностях привлечения прочих видов заимствования. Применение векселей как инструмента коммерческого кредита существенно влияет на скорость оборачиваемости оборотных средств и, как следствие, на производительность предприятий.

Соответственно, в целях преодоления кризисных явлений и выхода российской экономики на новый, более высокий уровень развития требуется повысить доступ реального сектора экономики к внутренним заимствованиям и увеличить предложение денег.

На наш взгляд, необходимо использовать возможности вексельного обращения как один

¹ Итоги конференции "Финансовые риски 2009, работа над ошибками" // РЦБ. 2009. № 3 - 4. С. 4.

² Там же.

Антикризисные возможности вексельного обращения

Фаза экономического цикла	Экономические процессы	Решение проблем с помощью вексельного обращения
Спад	Сокращение производства, инфляция, перепроизводство продукции, замедление оборота капитала, снижение спроса на инвестиции спад производства	Развязывание неплатежей, сокращение кредиторской задолженности, ускорение оборота капитала
Депрессия	Прекращение спада производства, снижение нормы ссудного процента, накопление капитала	Инвестирование производства, повышение деловой активности, наращивание накопления капитала
Подъем	Повышение нормы прибыли и ставки процента, рост инвестиций	Удешевление стоимости заимствований, стимулирование инвестиционного спроса
Бум	Перепроизводство продукции, чрезмерные инвестиции, перенакопление капитала проблема сбыта	Проведение гибкой финансовой политики, решение проблем сбыта

из факторов сглаживания экономической цикличности на разных фазах экономического цикла (см. таблицу). В классическом варианте экономический цикл складывается из четырех фаз: спада, депрессии, подъема и бума. Конечной и исходной фазой при развитии цикла выступает перепроизводство продукции по сравнению со спросом. В свою очередь, перепроизводство происходит из-за чрезмерных инвестиций, что приводит к перенакоплению капитала по сравнению с емкостью рынка.

Вексельное обращение благодаря операциям учета - переучета векселей дает экономике возможность прямого и дополнительного финансирования. К примеру, на рынке пересекаются интересы двух экономических агентов - предприятия-покупателя, испытывающего недостаток в оборотных средствах, и предприятия-поставщика, заинтересованного в сбыте готовой продукции. Что им может предложить вексельный рынок?

Известен способ обеспечения банковской системой хозяйственной деятельности предприятий финансами посредством обычного кредитования, условно его можно назвать последовательным финансированием экономики. При этом предприятия в рамках кредита получают денежные средства, за возврат которых они же и ответственны, являясь объектом финансирования.

Прямое финансирование заключается в том, что Банк России осуществляет переучет векселей предприятий у коммерческих банков (по устанавливаемой официальной учетной ставке), что является одним из инструментов рефинансирования коммерческих банков в Банке России и используется для регулирования ликвидности банков.

Кроме того, Банк России покупает у коммерческих банков простые векселя предприятий на условиях обратного выкупа у него коммерческими банками этих векселей до срока их по-

гашения. ЦБ предъявляет особые требования к векселям для учета в целях предотвращения экономически необоснованному расширению кредита. Срок вексельного кредита ЦБ не превышает трех месяцев. Несомненно, это будет способствовать дальнейшему развитию вексельного рынка и укреплению репутации векселя как полноценного инструмента на финансовом рынке.

Дополнительное финансирование экономики при помощи учета векселей осуществляется при взаимодействии предприятий, объектом финансирования является не предприятие, как в случае с кредитом, а сделка между предприятиями.

Условимся, что предприятие 1 - заемщик-векселедатель, а предприятие 2 - векселеполучатель. Проиллюстрируем действия участников операции учета векселя (рис. 1).

Мы видим, что предприятие 2 - векселедержатель - напрямую взаимодействует с банком с целью учета векселя. Предприятие 1, получая коммерческий кредит в виде товара по заключенной сделке, не имеет с банком прямого взаимодействия, оно опосредовано через переход коммерческого кредита в банковский, так как изначально оплата векселя подразумевалась деньгами.

Выделим преимущества вексельной операции перед обычным кредитом:

1. Денежные средства выданы под реально совершенную торговую сделку, подтверждением чему является вексель.

2. Возможно ускорение получения реальным сектором экономики кредитных ресурсов за счет сбора первоначальных сведений о плательщике, более подробная информация о его финансовом состоянии может быть собрана позже, после учета векселя (благодаря солидарной ответственности клиента банка за платеж по векселю, повышению вероятности платежа по векселю на основе реально состоявшейся сделки).

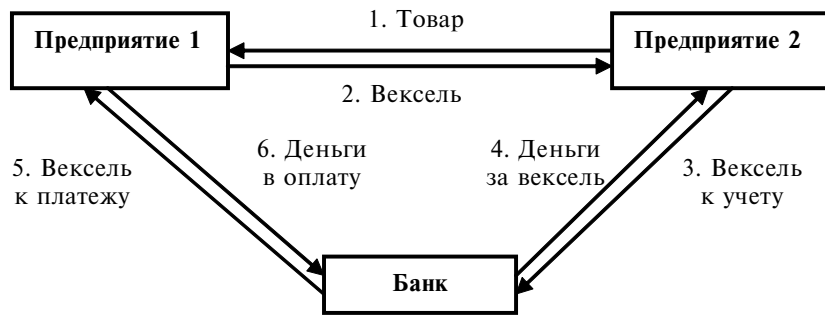


Рис. 1. Финансирование сделки с помощью учета векселей

3. В отличие от обычного кредитования, первоначально проводится сделка с последующим движением товарно-материальных ценностей, и лишь затем выдается кредит, что обеспечивает высокую надежность возврата кредита.

4. Ответственность за возврат кредита несут как минимум два экономических агента, вероятность взыскания суммы по векселю таким способом повышается.

Изобразим схематично прямое и дополнительное финансирование экономики с помощью вексельного обращения (рис. 2).

Какие выгоды могут для себя извлечь участники операции учета векселей?

Предприятие-покупатель (векселедатель). Во-первых, данное предприятие может существенно увеличить период отсрочек на приобретаемые товары: продавец, зная, что получит деньги по векселю “сразу” (реализует вексель досрочно), может согласиться на больший период, указанный в векселе до его погашения.

Во-вторых, появляется заинтересованность заемщиков в расчете с предприятием, предоставляющим им условия расчета “сразу” и на тех

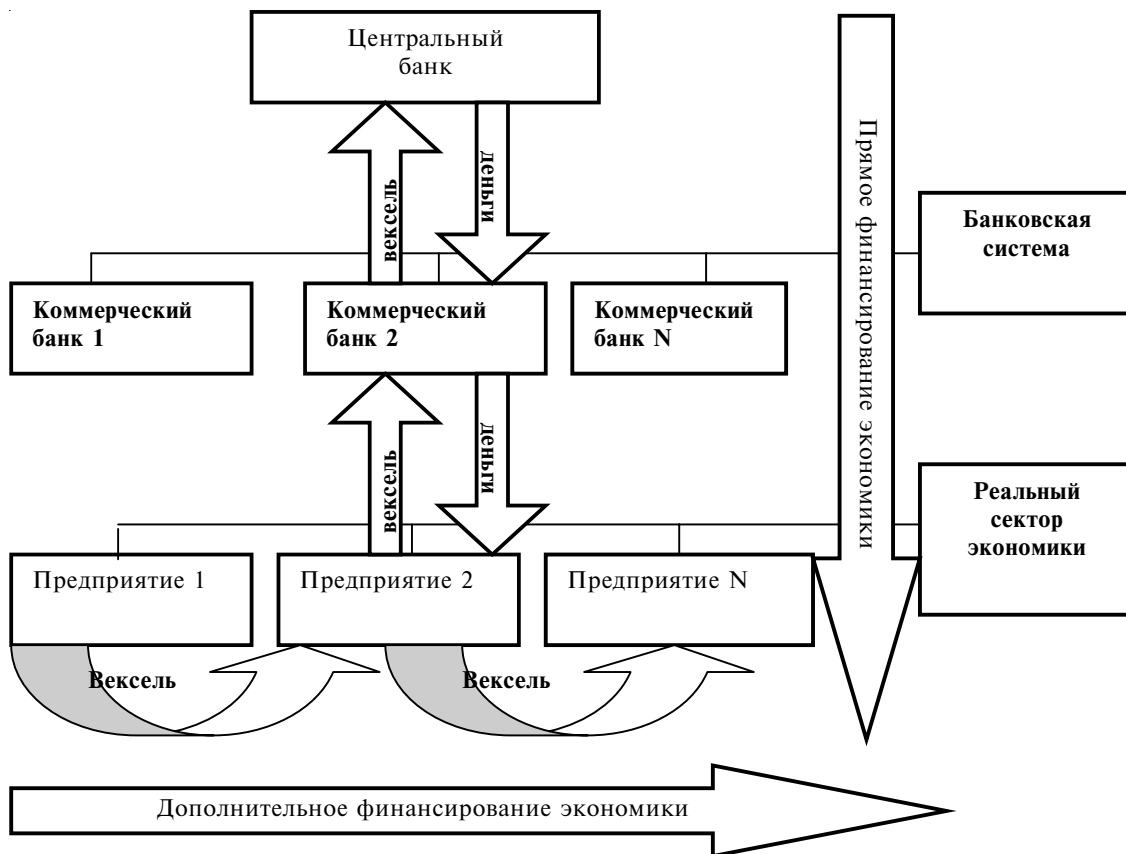


Рис. 2. Виды финансирования экономики посредством операции учета векселей

рынках, где покупатели конкурируют за поставщиков. Это преимущество позволит им привлечь лучших поставщиков - тех, кто предпочитает не работать с отсрочками.

В-третьих, существует возможность управлять собственным долгом: укорачивать и удлинять отсрочки в зависимости от того, как покупателю- векселедателю выгоднее в данный момент. Можно выкупить векселя досрочно, в случае если ресурсы, используемые в этом цикле операций, уже конвертированы в свободные денежные средства, либо выпускать их на более длительные сроки.

В-четвертых, в некоторых случаях возможно уменьшение цены приобретаемых товаров за счет как более крупнооптовых партий приобретаемого товара, так и неучета продавцом кредитной наценки в стоимости товара.

Наконец, в-пятых, самое существенное преимущество в области рынка ценных бумаг заключается в создании публичной кредитной истории векселедателя вместо банковских займов, не дающих ему никаких выгод. Объем кредитной истории может быть равен всему товарообороту предприятия по сделкам с отсрочкой платежа. Выпуск векселей как неэмиссионных ценных бумаг для расчетов с поставщиками позволяет предприятию делать заимствования на фондовом рынке на более выгодных условиях. Очевидно, что в первую очередь покупатель-векселедатель должен заботиться о первоначальной ликвидности своих векселей.

Предприятие-поставщик (векселеполучатель-индоссант). Самые очевидные преимущества работы с векселями как инструментом коммерческого кредита имеет поставщик. При наличии должной ликвидности инструмент регулирования скорости оборачиваемости оборотных средств позволяет проводить гибкую финансово-сбытовую политику на предприятии.

Банк-инвестор. Оформление экономических отношений векселем для инвестора имеет ряд преимуществ перед, например, кредитным договором. По кредитному договору организация, выдавшая заем, не может требовать его возврата раньше обусловленного срока. При заимствованиях через вексель инвестор имеет дело с потенциально "ликвидным" инструментом кредитований.

Банки, не заинтересованные кредитовать множество малых предприятий, получают такую мотивацию при покупке векселей у предприятий, которым они были выданы в счет поставки товара крупным и надежным векселедателем за счет того, что лимиты открыты не на мелкие предприятия, а на крупное предприятие-векселедателя. Иными словами, покупая у поставщиков векселя предприя-

тия, банки фактически кредитуют их по лимитам, установленным на крупного и надежного векселедателя. Так как векселедателем становится, как правило, крупное предприятие, имеющее устойчивые товарно-денежные потоки и большое количество поставщиков, то покупка его векселей экономически целесообразна.

По той же причине банки получают возможность кредитовать предприятия на сумму, превышающую установленные на них лимиты. В случае если у банка исчерпаны лимиты по кредитованию векселедержателя, покупка у него векселей надежного предприятия-заемщика является, по сути, кредитованием его под лимиты, установленные на предприятие-векселедатель.

Банки - участники системы получают де-факто контроль над частью денежных потоков сторонних для них клиентов. Обслуживание потоков коммерческих векселей разрешает банкам без дополнительных переговоров переводить на себя часть оборотов предприятия (рис. 3).

Модели кредитования на основе использования коммерческих векселей позволяют банкам-инвесторам размещать средства под более высокую ставку, чем среднерыночные ставки по обычному кредитованию. Это объясняется тем, что средства по векселям получают предприятия, испытывающие проблемы с ликвидностью и, соответственно, готовые к более высоким ставкам, хотя фактически происходит кредитование крупного предприятия-векселедателя.

Появление векселя в сделке представляет собой этап, в котором пересекаются интересы двух лиц - покупателя и продавца товара. На практике этот этап оказывается самым сложным: решение принимает не одна сторона, как при выпуске прочих ценных бумаг, а оба хозяйствующих субъекта.

В 1998 - 2009 гг. краткосрочные заимствования с использованием банковского кредита и векселей в РФ увеличились в 8 раз. Наиболее популярными инструментами были банковские кредиты сроком от 6 мес. до 1 года и векселя сроком 3-6 мес.³

По расчетам специалистов, доля векселей в краткосрочном финансировании компаний подерживается на уровне 20-30 %. Средний объем вексельных программ заемщиков превышает среднюю величину банковского кредита (ограничена ЦБ РФ нормативом кредитного риска на 1 заемщика) в 3-5 раз. Наряду с программами заемщиков по серийной выдаче векселей по-прежнему используются программы банков по вексельному кредитованию⁴.

³ Еделькин Д. Коммерческий кредит и вексель. Режим доступа: www.nsu.ru/materials/nalogi/kkvex.html.

⁴ Там же.



Рис. 3. Очевидные выгоды участников вексельного обращения

Выделим стандартные преимущества серийного векселя:

- выдача, обращение и погашение векселей строго регулируются законодательством, упрощается процедура взыскания долга с заемщика;
- векселя не требуют государственной регистрации, не было случаев признания их эмиссионными ценными бумагами, отсутствуют регулятивные издержки;
- выдача векселей служит началом формирования публичной кредитной истории;
- ликвидность векселя на вторичном рынке снижает риски кредитора в сравнении с банковскими кредитами.

В международной практике серийные векселя, предлагаемые публике и имеющие стандартные реквизиты и одинаковый объем закрепляемых прав, называются коммерческими бумагами. Commercial papers - это разновидность простого необеспеченного дисконтного векселя на предъявителя, выдаваемого компанией для привлечения финансовых ресурсов на короткий срок.

Коммерческие бумаги отличаются следующими признаками:

- эмитент является, как правило, финансово-устойчивой компанией с низкими кредитными рисками;
- срок обращения составляет до 1 года;
- ориентация на институциональных инвесторов (пенсионные и инвестиционные фонды, страховые компании, коммерческие банки и т.п.);

- выручка от продажи коммерческих бумаг крупными оптовыми партиями;

- размещение и обращение во внебиржевом обороте (с использованием института дилеров и общедоступных информационных систем, формирующих публичные котировки);

- стандартность, серийность, выпуски замещаемыми траншами, создание 2-3-х летних публичных программ выпуска коммерческих бумаг, состоящих из последовательных траншей, с раскрываемыми параметрами риска доходности и ликвидности;

- добровольное раскрытие информации эмитентом о бизнесе и кредитных рисках, связанных с ним, в объеме, предусмотренном для эмиссионных ценных бумаг;

- построение рынка коммерческих бумаг на основе саморегулирования и добровольного раскрытия информации.

Соответственно, финансисты компаний получают возможность регулярно отслеживать рыночную стоимость собственных векселей, поддерживать публичность выпуска, формируя позитивную кредитную историю, выпускать векселя досрочно и размещать дополнительные транши в зависимости от складывающейся рыночной ситуации, управляя на рынке объемами краткосрочных займов, стоимостью капитала и ликвидностью выпущенных инструментов денежного рынка.

Выпуск коммерческих бумаг за рубежом является одним из основных инструментов крат-

косрочного финансирования. По данным Банка международных расчетов, доля коммерческих бумаг на международном рынке краткосрочных инструментов на конец 2003 г. составила 73%, на конец 2005 г. - 74 %, на конец 2007 г. - 75,5%. Относительно других инструментов долгового рынка отмечалось сокращение доли коммерческих бумаг с 85 до 50 % в 1989-1999 гг., и ее быстрый рост с 50 до 75,5% в 2000 - 2007 гг. Таким образом, в международной практике популярность коммерческих бумаг как инструмента привлечения краткосрочного финансирования в последние годы активно растет⁵.

В середине августа 2007 г. глобальный кризис ликвидности, вызванный проблемами на рынке субстандартной ипотеки в США, был в полном разгаре. Разорились многие хедж-фонды, крупнейшие банки скрывали размеры своих убытков, чтобы не вызвать паники. В это время в газете "Ведомости" выходит статья Михаила Оверченко под заголовком "Инвесторы полюбили векселя"⁶. В статье идет речь о 3 месячных казначейских векселях США, в которые инвесторы перекладывают деньги, считая их самыми надежными бумагами в период кризиса. Важен факт: на крупнейшем рынке мира, американском, векселя (или коммерческие бумаги) - один из самых ликвидных и интересных инструментов. По данным ФРС США, на 15 августа 2007 г. на рынке обращались векселя на сумму 2,132 трлн. долл. По оценке *Lehman Brothers*, половина из них обеспечена активами⁷.

Как показывает международный опыт в сфере вексельного обращения, вексель является опорой финансового рынка в периоды кризисных явлений в экономике, и в этом заключаются самое ценное качество и сильная сторона финансового инструмента "вексель".

Благодаря вексельному обращению на российском финансовом рынке имеются возможности расширения спектра удобных финансовых инструментов и услуг, позволяющих экономическим агентам привлекать большее количество заемных ресурсов, в том числе необходимых для пополнения оборотных средств (по данным исследования Института экономики переходного периода, нехватка оборотных средств остается одним из основных факторов, сдерживающих развитие российской промышленности). При этом повышается доступность финансирования, недостаточная на внутреннем рынке в период кризиса, расширяются возможности использования капитала.

Кроме того, при проведении государством мер, направленных на поддержание стабильности экономического роста, антициклических мер воздействия на экономику, денежно-кредитной политики, вексельное обращение позволяет по-новому выстраивать взаимоотношения между финансовым и реальным сектором экономики, связывая банковскую систему, с одной стороны, и промышленность и сельское хозяйство - с другой.

Поступила в редакцию 04.09.2009 г.

⁵ www.bis.org.

⁶ Оверченко М. Инвесторы полюбили векселя. Режим доступа: www.vedomosti.ru/newspaper/shtml. 2007/08/22.

⁷ Скворцов М. Стихийное развитие или контролируемые реформы? // РЦБ. 2007. №20. С. 104.