

## РАЗДЕЛ I. РЕГИОНАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА

УДК 336.77(470.53)

**НАПРАВЛЕНИЯ СНИЖЕНИЯ ИЗДЕРЖЕК  
ОПОРТУНИСТИЧЕСКОГО ПОВЕДЕНИЯ НА КРЕДИТНОМ  
РЫНКЕ ПЕРМСКОГО КРАЯ****М.Ю. Молчанова, к. экон. наук, доц., зав. кафедрой финансов, кредита и биржевого дела**Электронный адрес: [Molchanova@econ.psu.ru](mailto:Molchanova@econ.psu.ru)**А.Н. Тупицын, асп. кафедры финансов, кредита и биржевого дела**

Пермский государственный национальный исследовательский университет, 614990, г. Пермь, ул. Букирева, 15

Электронный адрес: [fkbd@psu.ru](mailto:fkbd@psu.ru)

В статье рассмотрены виды оппортунистического поведения на кредитном рынке: неблагоприятный отбор и моральный риск. Проведена качественная оценка издержек оппортунистического поведения в банк- и марк-ориентированных кредитных системах. Выявлены эволюционные институты, снижающие трансакционные издержки в долгосрочной перспективе. Даны рекомендации по реформированию институциональной инфраструктуры кредитного рынка Пермского края.

*Ключевые слова:* оппортунистическое поведение; издержки; неблагоприятный отбор; моральный риск; кредитная система; институт; институциональная инфраструктура; институциональная матрица; банковские кредиты; эмиссия облигаций; финансовый посредник; инвестиционная привлекательность; банковские риски; процентный спрэд; поручительство; ликвидность; фондовая биржа; котировальный список; платежный агент; маркет-мейкер.

Понятие оппортунистического поведения появилось в экономической литературе благодаря работам О. Уильямсона. Он придавал особую значимость данной поведенческой предпосылке при анализе экономической организации, хотя и отмечал, что она не является повсеместной.

С точки зрения контрактного процесса выделяют два типа оппортунистического поведения: предконтрактное (*ex ante*) и постконтрактное (*ex post*) [8]. Наиболее распространенной формой предконтрактного оппортунизма является неблагоприятный отбор, характеризующийся тем, что недостаточная информированность в совокупности с высокими издержками измерения характеристик поведения контрагента вынуждает наименее информированную сторону полагаться на показатели, значимость которых приходится принимать на веру, в результате чего в разряд партнеров попадают агенты, наименее желательные для данного субъекта.

Возникновение постконтрактного оппортунизма связано с невозможностью учета

всех будущих обстоятельств в рамках кредитного договора. В зависимости от преднамеренности действий заемщика выделяют различные виды постконтрактного оппортунизма. Естественный оппортунизм не содержит сознательного намерения заемщика нарушить кредитное соглашение. Распространенной является стратегическая форма постконтрактного оппортунизма, которая основана на преднамеренном сокрытии информации и действиях, противоречащих условиям контракта, но вызванных изменившимися обстоятельствами.

К постконтрактному оппортунистическому поведению относят моральный риск и вымогательство. Моральный риск заключается в том, что неполная специфицированность условий контракта позволяет одной из сторон путем сокрытия информации извлечь выгоду в ущерб другой стороне. Проявления морального риска можно условно классифицировать по типу асимметрии информации, являющейся причиной его возникновения.

Современные кредитные рынки стран имеют сложную структуру, включают помимо первичных кредиторов и заемщиков разветвленную инфраструктуру [2]. Кредитная система – это совокупность кредитных отношений, форм и методов кредитования, реализуемых финансово-кредитными организациями в повседневной деятельности. Институциональная инфраструктура кредитного рынка определяет институциональный компонент кредитной системы, на который возлагаются реализация и организация кредитной системы в обществе. Институциональный компонент кредитной системы характеризуют следующие параметры: тип банковской системы, центральный банк, коммерческие банки, специализированные финансово-кредитные институты и небанковские кредитные организации, государственные и негосударственные (саморегулируемые) организации, осуществляющие разнообразные виды контроля деятельности банков, специализированных финансово-кредитных институтов и небанковских кредитных организаций.

К настоящему времени в рамках западной институциональной матрицы [3] сформировалось два основных типа (модели) кредитных систем: марк-ориентированная и банк-ориентированная. Каждая из них характеризует определенный тип складывающихся в стране финансовых связей.

В марк-ориентированной кредитной системе корпорации в большей степени полагаются на внутренние источники финансирования, она более ориентирована на фондовый рынок [5]. Доля заемных ресурсов, полученных корпоративным сектором экономики от эмиссии облигаций, краткосрочных ценных бумаг и акций, составляет 50-75% финансирования.

Банк-ориентированной кредитной системе в большей степени свойственна высокая концентрация акционерного капитала у нескольких основных акционеров. Зачастую основным акционером нефинансовой корпорации выступает банк, что предполагает его участие в организации денежных потоков предприятия. В результате доля банковских кредитов в такой модели составляет более 70% всех дополнительно привлеченных ресурсов (оставшаяся часть приходится на операции с ценными бумагами). В Пермском крае сформирована банк-ориентированная модель кредитной системы.

Привлечение финансовых ресурсов через эмиссию облигаций для компании в ряде случаев выгоднее заимствования денежных средств у коммерческих банков. На рынке банковских ссуд банк выступает посредником

между инвесторами и предприятием-заемщиком, при этом, являясь непосредственным кредитором, за свои услуги он берет определенную плату. Наличие двух групп встречных обязательств у банков (депозиты и кредиты) приводит к формированию особой категории рисков – банковских, в том числе процентного риска, который возникает в процессе колебания процентных ставок на рынке. Изменение ставок может привести к уменьшению или полной потере прибыли кредитным институтом. Разница между процентами, полученными от размещения кредитов, и процентами, уплаченными по депозитам, называется процентной маржой. Она и составляет основу банковской прибыли. Таким образом, процентный риск влияет на величину процентной маржи [1]. На величину процентной маржи оказывает влияние и ряд факторов, в том числе стремление кредитора получить сверхприбыль в ущерб интересам заемщика.

Стремление кредитора получить сверхприбыль в ущерб интересам заемщика является проявлением оппортунистического поведения кредитора. Асимметричность распределения информации в данном случае основана на банковской тайне, т. е. частном характере отношений на рынке банковских ссуд. Возможности заемщика оценить условия кредитования аналогичных проектов существенно ограничены, так как содержание конкретных кредитных договоров является конфиденциальным [4]. Однако банк имеет возможности манипулировать ставкой по кредиту в зависимости от срочности потребности заемщика в деньгах, возможной доходности кредитуемого проекта, доступности банковских услуг заемщику и т.д. Банк в силу конфиденциального характера кредитных отношений может применять недобросовестную рекламу – эффективная ставка по кредиту, как правило, становится известна только после подписания кредитного договора и всех сопутствующих соглашений. В кредитной сделке банк также выполняет комплекс функций – выступает инвестором, осуществляет анализ заемщика, оформляет сделку, контролирует исполнение обязательств. На банк накладываются риски ошибок и потерь на каждом из этапов транзакции. При наложении рисков друг на друга появляется дополнительный риск, за что банк требует повышенную премию.

Степень развитости рынка долговых ценных бумаг может рассматриваться на уровне региона. Осуществляя эмиссию облигаций, компании обращаются к инвесторам и продают им облигации, пользуясь услугами финансового посредника, действующего за счет клиента.

Наличие финансового посредника, действующего на комиссионных началах, позволяет предприятию снизить стоимость привлекаемых ресурсов [6]. Публичный характер кредитных отношений на рынке облигационных займов закреплен в Гражданском кодексе и существенно снижает возможности оппортунистического поведения кредитора и заемщика. Использование облигаций заменяет процентный доход банка на комиссионный доход участников рынка ценных бумаг. Из кредитной транзакции исчезает процентный риск, что приводит к её удешевлению. В обслуживании облигационных займов задействована группа институтов: финансовый консультант, андеррайтер, регистратор, депозитарий, брокер, биржа, маркет-мейкер, каждый из которых выполняет определенную функцию. Соответственно все риски кредитной сделки распределены между участниками, так что суммарные издержки системы снижаются – исчезает премия за множественность рисков. Механизм расчета эффективной процентной ставки становится прозрачным. Репутация кредитора, скрывающего эффективную ставку, вследствие публичного характера отношений пострадает. Инвестор на рынке облигаций не сможет манипулировать процентной ставкой, так как заемщик сможет получить всю информацию об аналогичных сделках и адекватно оценить доходность своего проекта.

В отличие от банковского депозита долговые ценные бумаги обладают свойством ликвидности, что создает более комфортные условия для инвесторов. Обеспечить ликвидность облигаций можно путем их включения в котировальный список биржи. Риск потери ликвидности также может быть нивелирован поручительством по облигациям, специальным механизмом своевременного осуществления платежей и функционированием института маркет-мейкеров.

То, что заемщик вовремя и полностью выполняет свои обязательства по кредитному договору, знает только банк. Выпуск облигаций способствует созданию публичной кредитной истории. Выполняя все обязательства по облигационному займу, эмитент обретает репутацию не только надежного заемщика, но и финансово устойчивой компании.

Облигационные займы имеют ряд существенных преимуществ по сравнению с банковскими кредитами, что учитывают и кредиторы, и заемщики. Суть этих преимуществ заключается в превосходстве маркет-ориентированной кредитной системы в экономической эволюции. В маркет-ориентированной кредитной системе преобладают эволюционные институты, тогда

как в банк-ориентированной – консервативные. Следовательно, в долгосрочном периоде маркет-ориентированная кредитная система способствует сокращению транзакционных издержек на одну сделку, в том числе издержек оппортунистического поведения, что отражает более производительный характер институциональной инфраструктуры. Развитие комплементарных институтов, составляющих институциональную инфраструктуру кредитного рынка, требует целенаправленных усилий со стороны социальных субъектов. Большое значение приобретает разработка программ для их внедрения. Сознательное формирование нового института – разновидность планируемой культурной инновации. Распространение культурной инновации будет успешным, если она соответствует существующим элементам культурного пространства. При этом необходимо учитывать сравнительную эффективность выполнения той или иной функции вводимым феноменом по отношению к существующим субститутам [7].

Таким образом, можно сделать вывод, что развитие рынка долговых ценных бумаг на субфедеральном уровне позволит повысить инвестиционный потенциал региона, в частности Пермского края.

В Пермском крае проводится системная политика по привлечению инвестиций в регион. Она направлена на создание общих благоприятных условий для ведения бизнеса, на привлечение в регион крупных инвесторов и реализацию значительных инвестиционных проектов. Привлечение инвесторов и центров прибылей компаний региона должно быть результатом системной работы всех исполнительных органов государственной власти, отвечающих за экономический рост, целенаправленное и планомерное улучшение инвестиционного климата, активное привлечение инвесторов и подготовку региональных предприятий к эффективному взаимодействию с инвесторами:

- Повышение общей инвестиционной привлекательности Пермского края (восприятие Пермского края потенциальными инвесторами как идеального места для ведения бизнеса).

- Улучшение факторных условий, которые являются источниками устойчивых конкурентных преимуществ развития бизнеса в приоритетных отраслях экономики Пермского края.

- Разработка и использование конкретных механизмов привлечения инвесторов и центров прибылей компаний на территорию Пермского края.

В Пермском крае функционирует Пермский гарантийный фонд. Он предоставляет

субъектам малого и среднего предпринимательства, а также организациям инфраструктуры поддержки малого и среднего предпринимательства поручительство по кредитам в банках. Поручительство предоставляется в размере до 50% от суммы обязательств заемщика в части возврата фактически полученной суммы кредита (займа) по кредитному договору, договору займа, лизинга, по которому предоставляется поручительство ОАО «ПГФ», но не более 5 млн. рублей на срок не более 5 лет. Размер гарантийного фонда составляет 280 млн. рублей. Таким образом, максимальный размер кредитов, предоставляемых субъектам малого и среднего предпринимательства, составляет 560 млн. рублей.

На наш взгляд, для повышения инвестиционной привлекательности Пермского края необходимо реформирование финансовой инфраструктуры. Это позволит усовершенствовать механизм привлечения заемных средств региональными компаниями, что в свою очередь приведет к росту валового регионального продукта.

В этих целях целесообразно создание на территории Пермского края региональной фондовой биржи и переориентация пермского гарантийного фонда на предоставление поручительств по облигациям региональных компаний.

Выбор в пользу выпуска облигаций с поручительством обуславливается тем, что наличие обеспечения позволяет решить две задачи: сделать займ менее рискованным и, следовательно, снизить риск неполного размещения; привлечь средства в большем объеме, чем размер уставного капитала компании. В соответствии со ст.27.4 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» договор поручительства, которым обеспечивается исполнение обязательств по облигациям, считается заключенным с момента возникновения у первого владельца прав на такие облигации (после зачисления на счет депо инвестора ценных бумаг). При этом письменная форма договора считается соблюденной. В связи с тем что законодательные требования к поручителям не установлены, в качестве такового может выступать любое лицо.

Фонду целесообразно осуществлять свою деятельность в рамках тройственного соглашения с заемщиком и клиринговым центром биржи. При фонде должен действовать подотчетный ему финансовый консультант, задачей которого является подбор наиболее перспективных инвестиционных проектов и оценка их экономической эффективности.

После принятия руководством фонда положительного решения о предоставлении

поручительства к процессу создания облигационного займа подключается андеррайтер. В этом качестве, на наш взгляд, может выступить региональная инвестиционная компания, имеющая опыт организации публичных займов. Региональная инвестиционная компания знает специфику психологии местных инвесторов, знакома жителям региона и сможет организовать группу потенциальных кредиторов. Интерес для андеррайтера заключается в комиссионном доходе и улучшении репутации. Андеррайтер, финансовый консультант и эмитент в дальнейшем разрабатывают проспект эмиссии облигационного займа, определяют его основные параметры: сумму, сроки, величину купонных выплат, периодичность платежей и способ погашения основного долга.

Основные параметры займа конструируются и находят свое отражение в концепции, в которой они обосновываются и посредством которой согласовываются с эмитентом.

В дальнейшем подготовленные документы направляются в федеральную службу по финансовым рынкам для утверждения. Андеррайтер и эмитент проводят road show для инвесторов, рекламируют компанию и облигационный займ. В данных целях эмитент может прибегать к услугам информационно-аналитического агентства.

Основным продуктом информационно-аналитического агентства Пермского края должна стать система раскрытия информации с целью создания общедоступного механизма раскрытия информации о предприятиях Пермского края.

Система раскрытия информации – это электронное средство массовой информации, база данных, которая содержит самые полные сведения о предприятиях Пермского края всех организационно-правовых форм собственности. Данный продукт должен позволять легко структурировать информацию, а также получать доступ к аналитическим материалам, рейтингам и данным о профессиональных участниках фондового рынка.

Облигации эмитента проходят листинг на бирже. Объявляется дата размещения выпуска. После регистрации в ФСФР отчета об итогах выпуска проходят торги облигаций на бирже.

Пермская фондовая биржа является центром формирования ликвидности на долговые ценные бумаги Пермского края, будучи основной фондовой площадкой для межрегиональных и международных инвестиций в облигации пермских компаний.

В состав участников торгов ПФБ входят организации – профессиональные участники

рынка ценных бумаг регионального и федерального масштаба, клиентами которых являются инвесторы – юридические и физические лица Пермского края, иных регионов России, иных государств. Торги на бирже организованы в электронной форме на базе современной торговой системы, которая подключена к торговой площадке ЗАО «Фондовая биржа ММВБ».

Фонд гарантирования инвестиций заключает с эмитентом и клиринговым центром биржи соглашение о назначении его платежным агентом компании по облигациям. Назначение КЦ — выполнение функций клирингового центра и центрального контрагента по всем заключенным сделкам.

При наступлении срока выплаты купонов клиринговый центр биржи списывает средства со счета фонда, обязательства эмитента перед инвесторами считаются исполненными. Эмитент выплачивает купоны по облигациям фонду гарантирования инвестиций. Фонд может также выполнять функции маркет-мейкера, поддерживая ликвидность и доходность облигаций эмитента на должном уровне. Инвесторы, желающие избавиться от облигаций, смогут без труда продать их фонду, а новые игроки – «войти в бумагу». В случае, если у эмитента возникают проблемы с платежеспособностью, технического дефолта не происходит, своевременный платеж по облигациям осуществляет фонд гарантирования инвестиций. В дальнейшем урегулирование задолженности эмитента будет носить частный характер, не затрагивая интересов инвесторов. Паника среди инвесторов в подобной ситуации не будет иметь объективного характера, так как существует поручительство фонда по облигациям. Резкое снижение котировок маловероятно, поскольку подешевевшие облигации будут скуплены с рынка фондом и другими инвесторами. Выкуп крупных пакетов облигаций целесообразно осуществлять в режиме переговорных сделок. Урегулирование задолженности эмитента перед фондом будет более гибким, чем в случае публичного займа.

Количественную оценку экономического роста можно представить следующим выражением:

$$dY=(Y_1-Y_0)/Y_0,$$

где  $dY$  – темп прироста ВРП;

$Y_0$  и  $Y_1$  – объемы валового регионального продукта на начало и конец отчетного периода соответственно.

Рассмотрим математическое выражение регионального экономического роста:

$$dY=(Y_1-Y_0)/Y_0=(C_1-C_0+I_1-I_0+X_1-X_0)/(C_0+I_0+X_0)=(dC+dI+dX)/(C_0+I_0+X_0)=dC/(C_0+I_0+X_0)+dI/(C_0+I_0+X_0)+dX/(C_0+I_0+X_0).$$

Данные корреляционно-регрессионного анализа свидетельствуют об отсутствии либо наличии слабой линейной связи между темпами прироста ВРП и темпами прироста фактического конечного потребления домохозяйств и чистого экспорта в Пермском крае. Однако при этом наблюдается сильная статистически значимая связь между темпами прироста ВРП и темпами прироста валового накопления основного капитала в Пермском крае.

Количественную оценку темпов приростов валового накопления основного капитала можно представить следующим выражением:

$$dI=(I_1-I_0)/I_0,$$

где  $dI$  – темп прироста валового накопления основного капитала

$I_0$  и  $I_1$  – объемы валового накопления основного капитала на начало и конец отчетного периода соответственно.

Показатель валового накопления основного капитала в Пермском крае по источникам финансирования ( $I$ ) равен сумме показателей валового накопления основного капитала за счет собственных средств ( $I_c$ ) и валового накопления основного капитала за счет привлеченных средств ( $I_p$ ).  $I=I_c+I_p$ .

Рассмотрим математическое выражение темпа прироста валового накопления основного капитала:

$$dI=(I_1-I_0)/Y_0=(I_{c1}-I_{c0}+I_{p1}-I_{p0})/(I_{c0}+I_{p0})=(dI_c+dI_p)/(I_{c0}+I_{p0})=dI_c/(I_{c0}+I_{p0})+dI_p/(I_{c0}+I_{p0}).$$

Данные корреляционно-регрессионного анализа свидетельствуют о наличии сильной статистически значимой связи между значениями результативного признака и объясняющих переменных.

На основе построенных эконометрических моделей выведем статистическую зависимость между темпами экономического роста в Пермском крае и темпами прироста валового накопления основного капитала за счет собственных и привлеченных средств.

Оценить влияние переменных на результативный признак можно по соответствующим коэффициентам регрессии. При изменении темпа прироста валового накопления основного капитала за счет собственных средств на 1% темп прироста ВРП Пермского края изменится на 0,1167%, при изменении темпа прироста валового накопления основного капитала за счет привлеченных средств на 1% – на 0,1097%.

Валовое накопление основного капитала за счет привлеченных средств ( $I_p$ ) находится в обратной зависимости от процентной маржи банков ( $R$ ) в Пермском крае.

Математически данную зависимость можно выразить следующим образом:

$$I_p = I_a - D * R,$$

где  $I_a$  - автономные инвестиции, определяемые внешними экономическими факторами (запасы полезных ископаемых и т.д.);

$D$  - эмпирический коэффициент чувствительности инвестиций к динамике ставки процента.

Данные корреляционно-регрессионного анализа свидетельствуют о наличии сильной статистически значимой связи между валовым накоплением основного капитала за счет привлеченных средств и процентной маржой банков.

Построенные нами эконометрические модели позволяют сделать вывод, что использование Пермского гарантийного фонда для предоставления поручительств по облигациям региональных компаний позволит снизить величину процентной маржи банков на 1%, что приведет к росту валового накопления основного капитала за счет привлеченных средств на 1,2%. Таким образом, реализация предложенных нами мер на основе приведенных выше расчетов и размеров Пермского гарантийного фонда позволит повысить валовой региональный продукт на 0,13%.

#### Список литературы

1. *Байдина О.С., Байдин Е.В.* Финансовые риски: природа и взаимосвязь // Деньги и кредит. 2010. № 7. С. 29-33.
2. *Боди З., Мертон Р.* Финансы / пер. с англ. М.: Вильямс, 2007. 592с.
3. *Кирдина С.Г.* Институциональные матрицы и развитие России. Новосибирск: ИЭ и ОПП СО РАН, 2001. 254с.
4. *Маммаева Д.С.* Взаимодействие банковского и реального секторов экономики: стимулирование инвестиционной активности // Деньги и кредит. 2010. № 8. С. 43 - 47.
5. *Панюков А.В., Кудряшова А.Ю.* Подходы к оценке кредитных рисков корпоративного клиента в условиях кризиса неопределенности // Вестник Пермского университета. Сер. Экономика. 2010. Вып. 1(4). С. 29-34.
6. *Петровичев А.Ю.* Секьюритизация – альтернативный способ привлечения финансовых ресурсов. // Деньги и кредит. 2010. № 10. С. 45-50.
7. *Тамбовцев В.Л.* Теоретические вопросы институционального проектирования // Вопросы экономики. 1997. № 3. С. 82-94 .
8. *Уильямсон О.* Поведенческие предпосылки современного экономического анализа // THESIS. 1993. Вып. 3. С. 39-49.