

DOI: 10.12731/2218-7405-2014-5-9

УДК 336.276

## РАЗРАБОТКА И ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ МЕР ПО СНИЖЕНИЮ СТОИМОСТИ ОБСЛУЖИВАНИЯ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ЗАЙМОВ

Галанский П.А.

В работе рассмотрены основные, актуальные на сегодняшний день проблемы управления прямыми обязательствами регионов России (разработана модель оптимизации по параметру – стоимость обслуживания долга) и ключевые пути их решения. Методики анализа состояния задолженности и управления ею, разработанные в данной работе, применимы для любых регионов РФ, имеющих дефицитный бюджет, и вынужденных покрывать его за счет заемных средств. Найдены основные рычаги и исследована сила их влияния на показатель стоимости обслуживания субфедерального долга.

**Цель:** выявить направление и силу влияния различных параметров на стоимость обслуживания субфедеральных займов.

**Метод и методология проведения работы:** использовались общенаучные методы: анализа и синтеза, сравнения, обобщения, системного подхода.

**Результат:** были выявлены основные параметры, влияющие на стоимость обслуживания субфедеральных займов, позволяющие наиболее эффективно снижать стоимость обслуживания государственного долга.

**Ключевые слова:** государственный долг; стоимость обслуживания долга.

## DEVELOPMENT AND EVALUATION OF MEASURES TO REDUCE COSTS OF REGIONAL LOANS SERVICING

Galanskiy P.A.

The paper discusses major problems of current concern connected with controlling direct obligations of Russian regions (the model of debt servicing cost parameter optimization has been worked out), and their key solutions. The methods offered to analyze debts and manage them are applicable to any Russian Federation regions characterized by budget deficit and forced to cover it using borrowed funds. The important leverage found and their impacts on sub-federal debt servicing cost are also treated in the article.

**Objective:** to identify the direction and impact degree of various parameters on the cost of sub-federal loans.

**Methodology:** there were used general scientific methods: analysis and synthesis, comparison, generalization, systematic approach.

**Results:** main parameters that influence the cost of sub-federal loans servicing and allow its most effective reduction have been identified.

**Keywords:** public debt; cost of debt servicing.

Актуальность работы обусловлена сложившейся в последние годы тенденцией нарастания общей долговой нагрузки на бюджеты субъектов Российской Федерации (рис. 1) с одновременным сокращением безвозмездных поступлений из федерального бюджета и бюджетных кредитов.

В структуре источников финансирования дефицитов бюджетов отмечается значительный рост кредитов кредитных организаций. В 2013 году объем задолженности регионов РФ перед коммерческими банками увеличился с 428 до почти 700 миллиардов рублей. Совокупный государственный долг субъектов

Российской Федерации за 2013 год вырос на 29 % и составил на 1 января 2014 г. 1,74 трлн. рублей или 2,6% ВВП. [1]

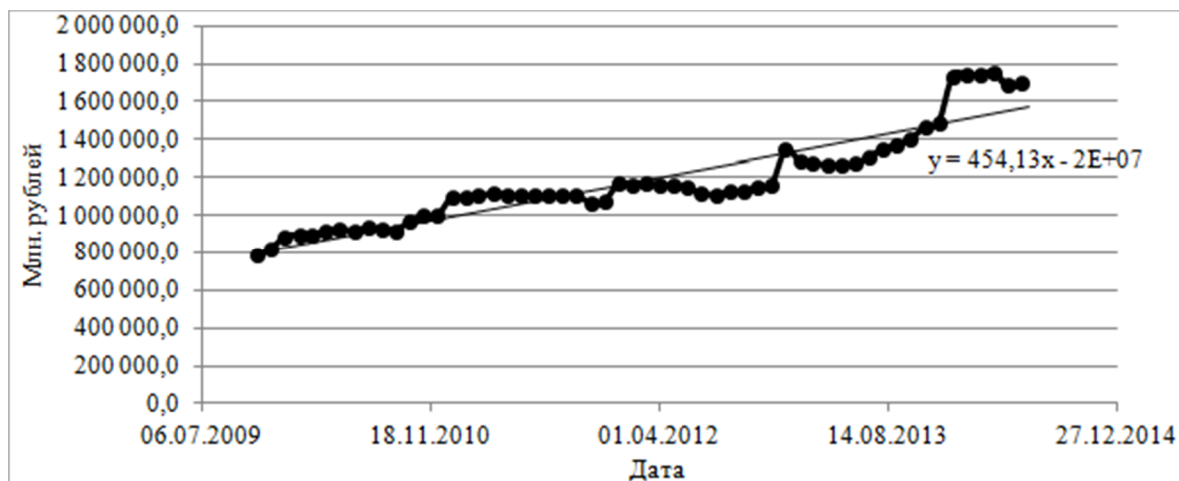


Рисунок 1 – Совокупный объем госдолга субъектов РФ

В среднем отношение объема госдолга субъектов к налоговым и неналоговым доходам в 2013 г. не превышало 33%, и в целом уровень госдолга субъектов может быть признан, как находящийся на относительно безопасном уровне. Однако у отдельных регионов объем госдолга приближается к сумме налоговых и неналоговых доходов бюджета или превышает ее, т.е. находится в критической зоне. У ряда регионов высока доля платежей по погашению и обслуживанию долга в налоговых и неналоговых доходах. При этом общая тенденция к росту долговой нагрузки сохраняется. Рост задолженностей сопровождается ростом стоимости их обслуживания и, как следствие, дальнейшим снижением сбалансированности региональных бюджетов.

В изменениях федерального бюджета на 2014 год и плановый период 2015 и 2016 годов отмечено увеличение бюджетных кредитов к предоставлению субъектам с 80 млрд. рублей до 230 млрд. рублей. Данные средства в первую очередь будут направляться на замещение кредитов кредитных организаций. [2] Важно отметить, что бюджетные кредиты являются наиболее дешевым из всех источников привлечения средств (2,75 %, с июля 2014 года – 0,1 %)

[3]. Механизм распределения и выбора регионов получателей в настоящее время не является понятным и прозрачным. У правительств регионов отсутствуют прямые законодательные и экономические рычаги воздействия на данный источник финансирования.

Тенденция роста банковских кредитов в структуре задолженности является общероссийской, и причин к ее изменению в текущих условиях развития финансовых рынков не предвидится [4]. Еще одним фактором, вынуждающим регионы привлекать заемные средства кредитных учреждений, является практика выдачи федеральных мандатов, не обеспеченных соответствующим доходным источником бюджета – по существу, расходных обязательств региональных бюджетов, установленных федеральным центром. В частности, исполнение Указов Президента от 7 мая 2012 г. N 596-606, направленных на решение целого ряда социальных проблем, повлекло за собой существенный рост бюджетных расходов [5].

Сложившаяся ситуация актуализирует проблему управления прямыми долговыми обязательствами регионов Российской Федерации, что, в свою очередь, требует разработки и совершенствования соответствующего методического обеспечения.

Целью настоящего исследования является выявление направлений и сил влияния различных параметров на стоимость обслуживания субфедеральных займов и разработка комплекса рекомендаций по совершенствованию управления прямыми долговыми обязательствами в регионах РФ.

Исследование результатов размещения займов субъектов осуществлялись на основании данных о 664 зафиксированных в 2012 году аукционов\*<sup>1</sup> с опорой на информацию о кассовом исполнении бюджетов [6], данных о размещении субфедеральных облигаций в 2012 и предыдущих годах. Однако, учитывая, что по оценкам большинства специалистов, тенденция к росту и структуре задол-

---

<sup>1</sup> С 2013 года эта информация закрыта.

женности сохраняется, выявленные зависимости актуальны и в настоящих условиях.

Представляется, что процесс управления прямыми региональными займами целесообразно представить в виде последовательных шагов, позволяющих главному администратору источников финансирования дефицита средств регионального бюджета, снижать стоимость обслуживания привлекаемых средств.

В ходе настоящего исследования были выявлены основные показатели, влияющие на стоимость обслуживания (привлечения) региональных долговых обязательств, среди них:

- 1) количество участников кредитных аукционов;
- 2) срок привлечения кредитных ресурсов;
- 3) размер лота для привлечения кредитов;
- 4) площадка, выбранная субъектом для размещения лотов;
- 5) кредитный рейтинг субъекта (для облигационных займов).

Принятие решения о привлечении займов целесообразно начинать с оценки достаточности собственных источников для покрытия бюджетного дефицита, общей оптимизации расходов бюджета и оценки возможных бюджетных ограничений, установленных Бюджетным кодексом РФ.

Фактором, существенно повышающим стоимость обслуживания долга, по сравнению с прочими направлениями оптимизации, является отсутствие конкуренции на аукционах, проводимых регионами, с целью привлечения заёмных средств. На наш взгляд, данная причина является ключевой, при этом особенно сильное снижение процентных ставок наблюдается на начальных этапах процесса увеличения количества участников аукциона. Проведенное исследование позволяет констатировать, что влияние роста количества участников на стоимость обслуживания долга подчинено закону убывающей отдачи: с каждым дополнительно участвующим в аукционе кредитным учреждением, процент снижения ставки уменьшается. Подтверждением этого факта служит статистика

снижения процентных ставок по займам субъекта при привлечении дополнительного участника аукциона (линия 1 на рис. 2).

По итогам 2012 года наиболее крупным игроком на рынке субфедеральных кредитов является ОАО «Сбербанк», при этом ставка по выдаваемым им займам не является самой низкой. Согласно проведенному нами исследованию количества участия и побед банков, участвующих в аукционах, в случае участия, ОАО «Сбербанк» выигрывает в 78% случаев. Данный факт является «отпугивающим» для многих менее крупных, но имеющих более дешевые кредиты, банков, чем и обусловлена одна из причин их отказа участвовать в торгах. На 3 крупнейших банка приходится около 97,1% всех выданных субъектам кредитов, что говорит о низкой диверсификации этого рынка. Низкий уровень конкуренции и явное доминирование на рынке нескольких крупных игроков, свидетельствует о признаках олигополизма. Сложившаяся ситуация снижает уровень конкуренции в секторе кредитования субфедеральных бюджетов и повышает общий уровень платы за капитал.

Однако следует иметь в виду ограниченность влияния конкуренции на ожидаемую процентную ставку по кредиту, обусловленную себестоимостью кредитных ресурсов у кредитных организаций (линия 2 на рис. 2). Себестоимость определяется исходя из средневзвешенной процентной ставки плюс внутренние издержки банков. Кроме того, необходимо учитывать рост затрат на проведение аукционов по мере роста привлекаемых участников.

В целом, полезный эффект от привлечения дополнительного участника на кредитный аукцион должен превосходить затраты на данное привлечение:

$$P_{\text{привл.уч.}} \leq (\% \downarrow_{(n+1)} - \% \downarrow_n) \times \sum Q_{\text{займа}} \quad (1)$$

где:  $P_{\text{привл.уч.}}$  – цена привлечения дополнительного участника на аукцион;

$\% \downarrow_{(n+1)}$  – процентная ставка по займу после привлечения дополнительного участника;

$\% \downarrow_n$  – процентная ставка по займу до привлечения дополнительного участника;

$\Sigma Q_{\text{займа}}$  – объем займа.

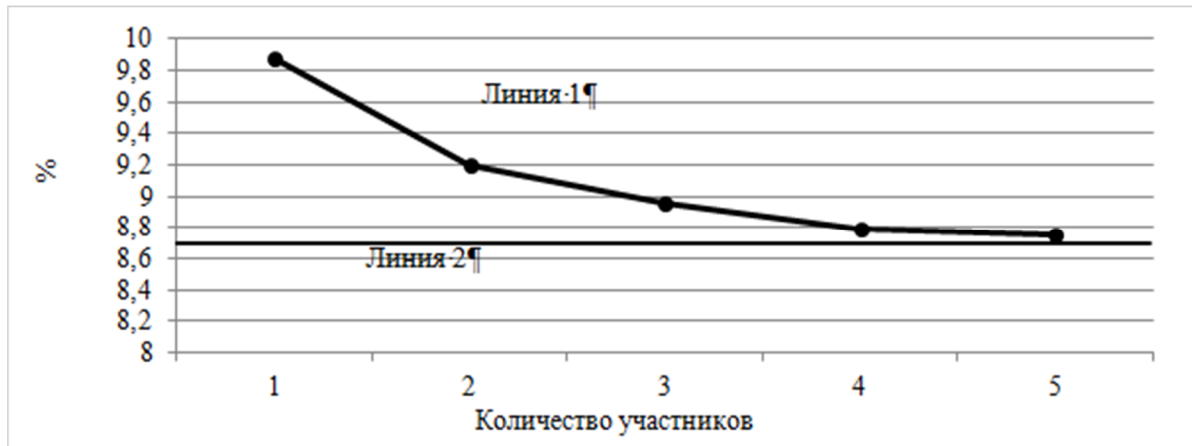


Рисунок 2 – Зависимость средневзвешенной ставки по займам от количества участников кредитного аукциона

Было проанализировано соответствие сроков привлечения займов срокам их реального использования. Во многих регионах наблюдается ситуация, когда привлекаются долгосрочные заимствования для покрытия оперативных нужд, в том числе кассовых разрывов. В данном случае очевидна необоснованная переплата по займам, в виде увеличенных процентных ставок, так как в процессе исследования подтверждена строгая статистическая зависимость между ставками и сроками (рис. 3).

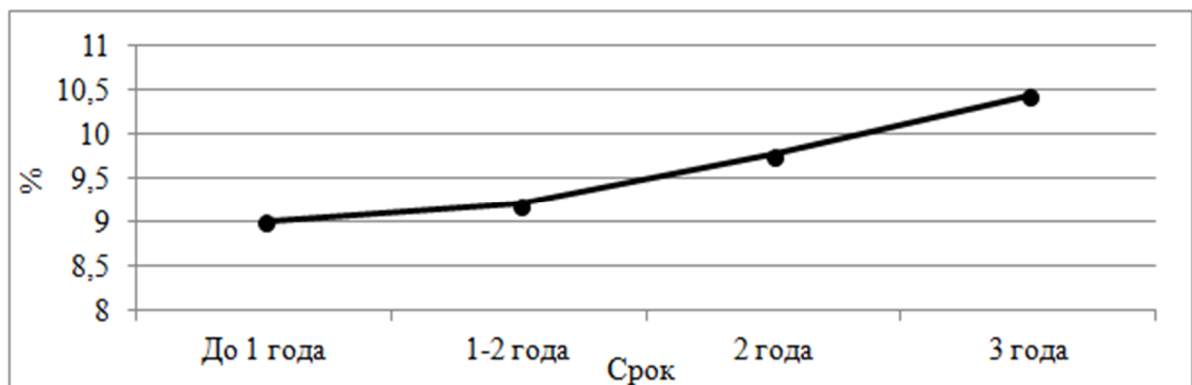


Рисунок 3 – Зависимость средней процентной ставки по привлекаемым кредитам от срока привлечения

В ходе исследования были определены проценты снижения ставок при изменении размера одного лота.

На основании эмпирического анализа были получены следующие результаты: оптимальным, с точки зрения средней стоимости и совокупного процента ее снижения, по сравнению с первоначальным размером, размером лота является 650-700 млн. рублей (рис.4.1, 4.2). Этот размер запрашиваемых средств задает границу для отсекаемых банков, участие которых в торгах накладывает дополнительные риски на увеличение суммы обслуживания долга и позволяет достаточно, для создания рыночной конкуренции, количеству различных по размерам банков участвовать в торгах.

Большая сумма лота также может увеличить сумму процентной ставки по займам, так как банки несут большие риски, отвлекают существенную часть «работающего» капитала, хотя и в менее рискованное чем кредитование частных лиц направление, но в то же время менее доходное. Важно отметить, что при наличии зависимости ожидаемой процентной ставки от размера размещаемого лота, она не является строгой и изменяется в зависимости от рыночной ситуации. Т.е. целесообразно проведение подобного мониторинга на регулярной основе, в периоды размещения кредитных заявок.

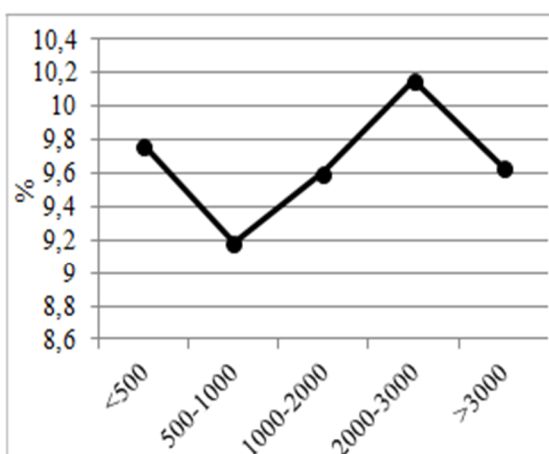


Рисунок 4.1 – Размер лота, млн. рублей

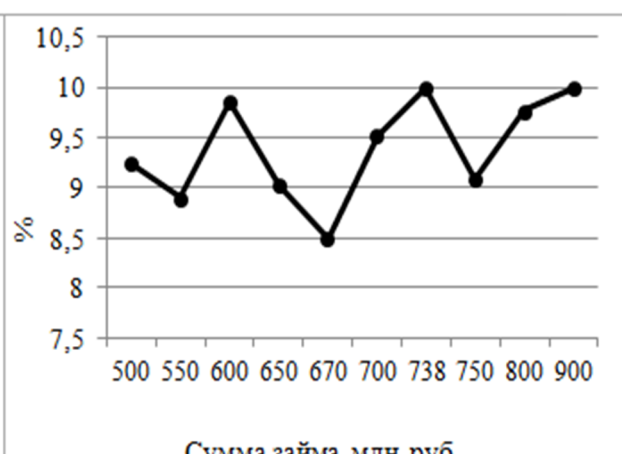


Рисунок 4.2

Рисунок 4.1 – Зависимость ожидаемой процентной ставки от суммы размещаемого лота

Рисунок 4.2 – Зависимость ожидаемой процентной ставки от суммы размещаемого лота в минимальном



по ожидаемой стоимости диапазоне

По результатам исследования была выявлена зависимость процентных ставок по субфедеральным кредитам от торговой площадкой, на которой размещаются региональные кредитные заявки. Наиболее выгодной, с точки зрения получаемой конечной процентной ставки по займам, оказались размещения, выполненные на площадке «ЭТП ММВБ» (средняя ставка 8,93 %), менее выгодными на «RTS-tender» (9,36%), доля размещаемых аукционов на этих площадках равна – порядка 12% от всего объема размещаемых заявок, что обусловлено различным соотношением числа выставленных регионами заявок и числом банков-участников на каждой торговой площадке.

В качестве альтернативного источника рассматривалась возможность эмиссии долгосрочных субфедеральных облигаций. При изучении данного источника были приняты во внимание следующие принципиальные особенности: более низкие средние ставки и меньшая волатильность ожидаемого значения доходности, чем в случае привлечения кредитов кредитных организаций, зависимость параметров займа от реальной финансово-экономической ситуации в регионе, а также наличие дополнительных рыночных инструментов управления задолженностью. Также, в отличие от кредитов, ставки по облигациям учитывают финансово-экономическое положение региона, наблюдается существенная корреляция между кредитным рейтингом региона и ставками доходностей (рис 5.1).

Важно понимать, что помимо всех положительных моментов от привлечения средств путем эмиссии бумаг, имеют место следующие недостатки. В отличие от привлечения средств, путем открытия кредитной линии, эмиссия не является столь же «подвижным» инструментом. Зачастую, регионы-эмитенты привлекают большие средства, чем необходимо на покрытие текущих нужд, что в свою очередь ведет к необоснованной переплате по процентным платежам. В отличие от кредитных линий, когда средства привлекаются в точности в соответствии с недостающей суммой. Данный вопрос очень важен, но он имеет

отношение к полномочиям, в части планирования бюджета и кассовых расходов, нежели к его долговой политике региона.

Кредитные учреждения при расчете ставок размещения средств редко руководствуются данным показателем, по причине наличия собственных систем оценка кредитоспособности заемщика, тогда, как частные инвесторы лишены подобных систем и вынуждены доверять уже имеющимся оценкам. Многие эксперты отмечают дороговизну и длительность подготовки эмиссии для региональных властей [7]. Данное утверждение верно только отчасти, т.к. при изучении договоров генерального агента было выявлено, что агент выполняет все виды работ, по размещению долговых бумаг, от подготовки проспекта эмиссии до обратного выкупа бумаг и составления отчета о размещении. Стоимость услуг имеет существенную зависимость от объема размещаемых бумаг, что обуславливается возрастающей трудоемкостью и ростом рисков, особенно в условиях полного выкупа генеральным агентом.

Для определения (прогнозирования) стоимости услуг генерального агента, по состоянию на 1.04.2013 г. был применен эмпирический анализ стоимости услуг в зависимости от объемов размещения (рис. 5.2) [8]. Для определения функциональной зависимости между переменными был применен метод линейного приближения, с учетом возможных отклонений и гетероскедастичности данной зависимости.

Расчета минимальной эффективной суммы привлечения капитала на облигационном рынке осуществлялся, исходя из следующей модели:

$$GA + \delta \times \sum K + Gp = \mu \times \sum K + P; \quad (2)$$

$$\sum K = \frac{GA + Gp - P}{(\mu - \delta)}. \quad (3)$$

Где:  $GA$  – стоимость услуг генерального агента;

$\delta$  – плата за единицу капитала, привлеченного на облигационном рынке;

[грамота – орфопрверка текста]

$\sum K$  – сумма привлекаемого капитала;

$Gp$  – государственная пошлина и прочие расходы на размещение;

$\mu$  – плата за единицу капитала, привлеченного на кредитном рынке;

$P$  – стоимость подготовительных услуг по привлечению кредита.

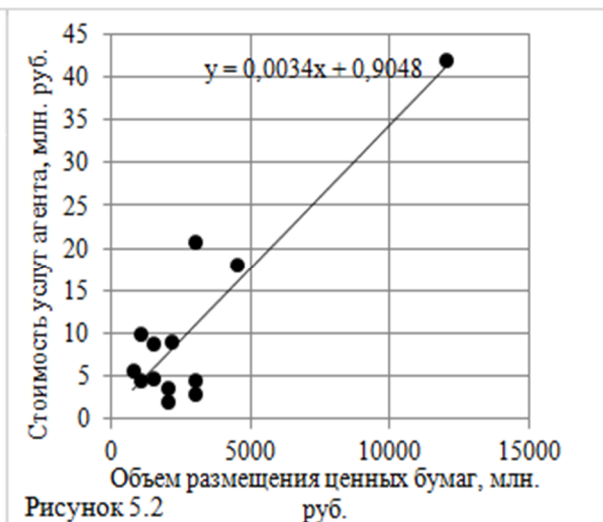
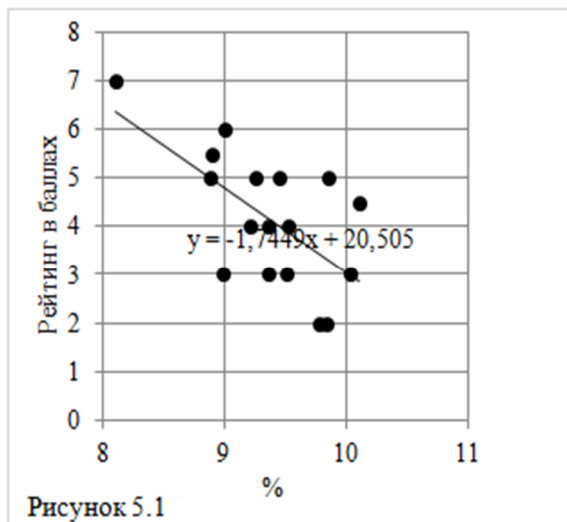


Рисунок 5.1 – Зависимость ожидаемой процентной ставки по субфедеральным облигациям от кредитного рейтинга субъекта

Рисунок 5.2 – Зависимость стоимости услуг генерального агента от объема эмиссии облигаций

Таким образом, любой займ, превышающий расчетный показатель, более предпочтительно привлекать путем размещения ценных бумаг на открытом рынке. Также среди преимуществ – получение дополнительных рыночных рычагов управления задолженностью, в случае снижения цен на рынке облигаций, регион может произвести доразмещение, либо досрочный выкуп уже размещенных бумаг. Стоит отметить, что, как правило, в случае, если регион надлежащим образом обслуживают выпущенные бумаги, то каждый последующий займ обходиться дешевле предыдущего (при нивелировании объективных, общерыночных тенденций – влияния инфляции, учетных ставок и т.д.).

Важно отметить, что достаточно часто встречается практика регулярного внесения изменений в закон о региональном бюджете (в большинстве регионов чаще, чем раз в 1 квартал). Регулярные изменения говорят о не очень высоком

качестве бюджетного планирования у главных распорядителей бюджетных средств. Также не редки несоответствия заявленных сумм расходования средств с фактическими расходами, в основном в сторону превышения заявленных средств над фактическими, что вынуждает региональные финансовые ведомства привлекать заемные средства для покрытия заявленных (не соответствующих фактическим потребностям) требований главных распорядителей бюджетных средств. Т.е. складывается ситуация, когда средства отвлекаются из бюджета без необходимости и возвращаются в него после окончания соответствующего периода, вынуждая бюджет области нести дополнительные расходы в виде платы за капитал. Т.е. одним из ключевых направлений работы для региональных властей является повышение качества бюджетного планирования на уровне главных распорядителей бюджетных средств.

Таким образом, проведенное исследование позволяет сформировать следующие выводы:

Ожидаемая ставка по субфедеральному займу является зависимой от определенных параметров и прогнозируемой величиной.

Привлечение более дешевых по показателю ожидаемой процентной ставки средств, не всегда оправданно, ввиду больших постоянных издержек.

В настоящее время, одной из основных проблем, приводящих к завышению процентных ставок на рынке субфедеральных кредитов, является низкий уровень конкуренции.

Важными показателями, влияющими на стоимость кредитных ресурсов для региона, являются срок привлечения кредитов, размер кредитного лота, выбираемая площадка.

Кредитный рейтинг и финансовое состояние преимущественно влияют на ставку в случае привлечения средств на облигационном рынке.

Регионы зачастую имеют существенный резерв на возможное сокращение общей суммы требуемых заемных средств за счет внутренних источников (по-

вышение качества планирования, повышения эффективности расходования бюджетных средств и т.д.)

### **Список литературы**

1. Объем госдолга субъектов РФ и долга муниципальных образований [web – сайт]. URL: [http://www.minfin.ru/ru/public\\_debt/subdbt/index.php](http://www.minfin.ru/ru/public_debt/subdbt/index.php) (дата обращения 20.03.2014 г.)

2. Минфин готов снижать ставки по бюджетным кредитам регионам 11 июня 2014. [web – сайт]. URL: <http://www.rcb.ru/news/263555/> (дата обращения 12.06.2014 г.)

3. Федеральный закон от 28.06.2014 N 201-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "О федеральном бюджете на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов".

4. Глеб Жога. Долго и ничего. «Эксперт Урал» №16 (597) 14 апр 2014

5. Глеб Жога. Может, дам. Может, вам. «Эксперт Урал» №23 (603) 02 июн 2014

6. ЗАО «ТРП – финансовые решения», результаты кредитных аукционов субъектов РФ [web – сайт]. URL: <http://trp.tomsk.ru/> (дата обращения 12.06.2013 г.)

7. Могин А. IPO от I до O: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. М.: Альпина Паблишер, 2007. 264 с.

8. Официальный сайт Российской Федерации в сети Интернет для размещения информации о размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг [web – сайт]. URL: <http://zakupki.gov.ru> (дата обращения 12.04.2014 г.)

### **References**

1. Amount of debt and the debt of the RF subjects municipalities. URL: [http://www.minfin.ru/ru/public\\_debt/subdbt/index.php](http://www.minfin.ru/ru/public_debt/subdbt/index.php) (date accessed 20.03.2014.)

2. The Ministry of Finance is ready to cut rates on budgetary credits region June 11, 2014. URL: <http://www.rcb.ru/news/263555/> (date accessed 12.06.2014.)
3. Federal Law of 28.06.2014 N 201-FZ "On Amending the Federal Law" On the Federal Budget for 2014 and the planning period of 2015 and 2016
4. Gleb Zhoga. Long and nothing. «Expert Ural» №16 (597) April 14, 2014
5. Gleb Zhoga. Maybe the ladies. Maybe you. «Expert Ural» №23 (603) June 2, 2014
6. CJSC "TRP - financial decisions", the results of credit auctions RF subjects. URL: <http://trp.tomsk.ru/> (date accessed 12.06.2013.)
7. Mogin A. IPO from I to O: A Manual for CFOs and investment analysts. M.: Alpina Publisher, 2007. 264 p.
8. The official website of the Russian Federation on the Internet for posting information about placing orders for goods, works and services. URL: <http://zakupki.gov.ru> (date accessed 12.04.2014.)

## **ДАННЫЕ ОБ АВТОРАХ**

**Галанский Павел Аркадьевич**, аспирант кафедры экономики и финансов

*Южно-Уральский государственный университет (НИУ)*

*проспект Ленина, д. 76, г. Челябинск, 454080, Россия*

*e-mail: pushkin74@inbox.ru*

*SPIN-код: 4937-5466*

## **DATA ABOUT THE AUTHOR**

**Galanskiy Pavel Arkadyevitch**, postgraduate student of the Department of Economics and Finance

*South-Ural state university*

*Lenin Street, 76, Chelyabinsk, 454080, Russia*

*e-mail: pushkin74@inbox.ru*

**Рецензент:**

**Вайсман Елена Давыдовна**, профессор д.э.н., Южно-Уральский государственный университет (НИУ)