

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ

К. А. МАРУСЕВА

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГОВОГО ПОРТФЕЛЯ

В статье изложены вопросы анализа долгового портфеля государства, методика оценки эффективности использования внешних государственных заимствований. Представлена классификация государственных кредитов и займов с точки зрения целей заимствования, проанализирована модель оценки эффективности привлечения государственного кредита (займа), предложен методический подход к оценке долгового портфеля государства.

Ключевые слова: долговой портфель государства; эффективный государственный долг; эффективность государственного кредита.

УДК 336.276

Для осуществления взвешенной и эффективной политики в области государственного заимствования органам управления необходимо иметь соответствующий инструментарий, который позволял бы своевременно и в полном объеме получать всю необходимую информацию о текущем состоянии государственного долга и платежам по нему, находить слабые стороны и предотвращать их негативные последствия, осуществлять планирование и прогнозирование денежных потоков, сопровождающих процесс привлечения и обслуживания государственного долга. Однако в Республике Беларусь, также как и в Российской Федерации, не существует единой методики оценки эффективности привлечения и использования государственных кредитов и займов, что делает исследования в данной области весьма актуальными. В рамках данной научной статьи предлагается остановиться на методике оценки эффективности долгового портфеля страны.

Так, М. А. Иванова предлагает систему оценки эффективности внешних государственных заимствований, которая базируется на трех группах показателей*. Первая — *система оценочных показателей народнохозяйственной эффективности*.

Ксения Александровна МАРУСЕВА (maruseva@yandex.ru), ассистент кафедры финансов Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).

*Иванова, М. А. Система оценочных показателей эффективности государственных внешних заимствований / М. А. Иванова // Финансы и кредит. — 2007. — № 39 (279). — С. 22–24.

Ivanova, M. A. Sistema otsenochnyih pokazateley effektivnosti gosudarstvennyih vneshnih zaимstovaniy [The system of estimated indicators of the effectiveness of state external borrowings] / M. A. Ivanova // Finansyi i kredit. — 2007. — N 39 (279). — P. 22–24.

Сюда предлагается отнести интегральный объем добавленной стоимости, возникшей в связи с привлечением заимствований; общую сумму дохода, а также его прирост в сравнении с базисным уровнем (до заимствований); общую рентабельность внешних заимствований, исчисленную на основе годового дохода либо прироста годового объема работ, услуг; экономический эффект, полученный в сфере производства за счет внешних заимствований, исчисленный на основе чистой продукции и чистого дохода, и их прироста; срок окупаемости внешних кредитов; достижение целей, определенных социально значимыми проектами, ради которых проводились внешние государственные заимствования.

Ко второй группе относится *система оценочных показателей производственной, финансовой и инвестиционной эффективности внешних заимствований*. К критериям производственной эффективности М. А. Иванова предлагает отнести добавленную стоимость, чистую продукцию, доход, экономии от снижения себестоимости продукции, рост производственных показателей, возникших за счет использования инвестиций (внешнего кредита). К критериям финансовой эффективности предлагается отнести чистый доход, чистую прибыль и их прирост за счет внедрения инвестиций; долю чистой прибыли в общем объеме прибыли; рентабельность продукции, исчисленную по чистому доходу и чистой прибыли, полученной в результате внедрения инвестиций; общую массу прибыли, полученную за счет внедрения инвестиций, и ее прирост по сравнению с аналогом «без инвестиций». К критерию инвестиционной эффективности относят экономический эффект, полученный за счет внедрения внешних инвестиций, исчисленный на основе чистой продукции, дохода, прибыли и их прироста по сравнению с аналогом «без инвестиций»; срок окупаемости инвестиций, исчисленный из чистого дохода, полученного в результате привлеченных заимствований; рентабельность инвестиций, исчисленную по чистому доходу.

К *системе оценочных показателей бюджетной эффективности внешних заимствований* (третья группа) относятся интегральный бюджетный эффект за весь срок использования внешних заимствований; интегральный приведенный (дисконтированный) бюджетный эффект за весь срок использования внешних заимствований; степень финансового участия государства в реализации проектов с внешними заимствованиями; интегральный эффект от использования бюджетозамещающих заимствований; доля внешних заимствований в источниках финансирования дефицита бюджета; отрицательный бюджетный эффект, возникший в результате выплат, произведенных из бюджета по гарантиям правительства; отрицательный бюджетный эффект, полученный вследствие недостижения поставленных целей.

Данная система показателей, на наш взгляд, носит общий характер и направлена на определение эффективного использования только внешних займов. Также стоит отметить, что некоторые показатели из первой и второй группы достаточно схожи и дублируют друг друга, видимо, имеются в виду эффекты от внедрения внешних заимствований на уровне одного предприятия и отрасли (государства) в целом. Во второй группе показателей деление на инвестиционную, финансовую и производственную эффективность является спорным моментом. Отнесение, например, созданной добавленной стоимости только к производственной эффективности, а прибыли только к инвестиционной весьма условно. Кроме того, в системе бюджетной эффективности представленные показатели не всегда относятся к внешним займам, в показателях бюджетной эффективности есть такие, которые определяют эффективность участия бюджета в инвестировании, что, на наш взгляд, не отвечает поставленной задаче определения направлений использования заемных средств.

Для более точного анализа всю систему показателей оценки эффективности долгового портфеля государства предлагается разделить на две составляющие: показатели, которые характеризуют состояние экономики в целом и соответственно влияние заимствований на макроуровень, и показатели, характеризующие состояние объекта — непосредственного получателя заемных средств (микроуровень).

Стоит отметить, что не все кредиты и займы будут одновременно эффективны с точки зрения обеих групп показателей, эффективность отдельных из них будет отражаться показателями только одной группы. Причем влияние на показатели может быть как прямым (государственные заимствования были осуществлены на цели инвестирования в реальный сектор экономики, и в данном случае эффективность на микроуровне будет прямым следствием государственных заимствований), так и косвенным (увеличение налоговых поступлений в бюджет, снижение безработицы в регионе, увеличение экспорта товаров (работ или услуг), что косвенным образом приводит к росту эффективности на макроуровне).

Кроме того, конкретный кредит может иметь положительную эффективность с точки зрения финансовых показателей и отрицательную общественную эффективность из-за ухудшения экологической обстановки и т. д.

К показателям эффективности на макроуровне следует относить следующие положительные изменения от использования государственных заемных средств:

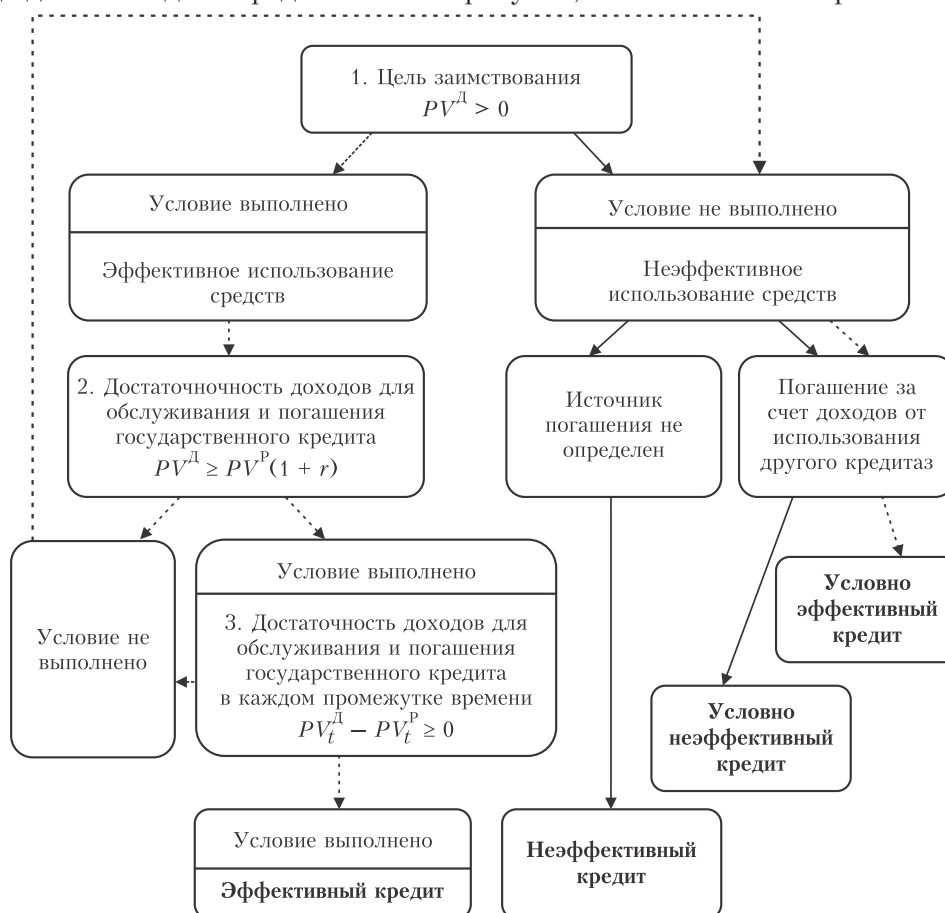
- повышение ВВП;
- увеличение экспорта товаров и услуг;
- увеличение международных резервов;
- изменение налоговых доходов бюджета (дополнительный приток налогов, сборов, пошлин, отчислений в целевые бюджетные и внебюджетные фонды), сюда также можно отнести увеличение собираемости налогов за счет реформирования административных процедур и технологий в сфере налогообложения;
- изменение неналоговых доходов бюджета за счет выдачи лицензий, проведения тендеров и конкурсов, использования государственного имущества;
- снижение бюджетных расходов за счет сокращения безработицы в регионе и соответственно количества нуждающихся в пособиях по безработице, за счет сокращения дотирования нижестоящего бюджета; сокращение расходов на отрасли национальной экономики из-за проведенной модернизации;
- улучшение социальной и экологической среды за счет использования займов и кредитов (данные эффекты достаточно сложно измерить экономическими методами) и др.

Эффективность на микроуровне связана непосредственно с объектом инвестирования государственных заемных средств и заключается в определении непосредственных выгод для этого объекта. В теории определения эффективности инвестиционных проектов наиболее объективным и точным, на наш взгляд, является динамический метод, основными показателями которого являются чистый дисконтированный доход (*NPV*), индекс рентабельности (*PI*), внутренняя норма рентабельности (*IRR*), модифицированная внутренняя норма рентабельности (*MIRR*) и дисконтированный срок окупаемости проекта (*DPP*).

Необходимо отметить, что оценке долгового портфеля должен быть подвергнут как на стадии планирования заимствований, так и на стадиях формирования и обслуживания государственного долга.

На стадии формирования предлагается использовать модель оценки эффективности привлечения государственного кредита (займа), основанную на

анализе каждого государственного кредита и займа в отдельности. В общем виде данная модель представлена на рисунке, включает в себя три этапа.



Модель оценки эффективности привлечения государственного кредита (займа)

На первом этапе происходит определение цели заимствования.

Направление использования заемных средств должно быть четко определено, так же должны быть установлены источники погашения основной суммы долга и процентов за использование заемных средств. Эффективным с этой точки зрения может считаться государственный заем (кредит) и соответственно государственный долг, если денежный поток доходов от использования заемных средств будет больше 0

$$PV^Д > 0,$$

где PV — текущая стоимость денежного потока; $Д$ — индекс, обозначающий денежный поток по доходам.

Государственный кредит, который не соответствует данному условию, может считаться неэффективным. Причинами неэффективного заимствования и, как следствие, образования неэффективного государственного долга может служить направление заемных средств на текущее потребление или рефинансирование уже имеющейся задолженности.

Однако неэффективные с данной точки зрения расходы могут быть профинансированы за счет доходов, полученных от использования других государственных займов, и в таком случае эта часть государственного долга может считаться условно неэффективной.

Второй этап заключается в определении достаточности полученных доходов от использования государственных займов (кредитов).

Заемствования должны осуществляться под проекты с абсолютным положительным эффектом (превышение суммарных результатов над суммарными затратами). Экономический эффект от вложения долговых ресурсов должен покрывать не только основную сумму долга, направленную на этот проект, но и проценты за пользования денежными средствами

$$PV^D \geq PV^P(1 + r),$$

где P — индекс, обозначающий денежный поток по расходам; r — процент за использование заемных средств.

Кроме того, в некоторых случаях за счет полученного дохода от эффективного использованного государственного займа можно покрыть полностью или некоторую часть условно эффективного или условно неэффективного государственного долга, если полученных средств будет достаточно для погашения и обслуживания нескольких кредитов.

Третий этап заключается в установлении соответствия сроков по уплате основной суммы долга и процентов срокам получения доходов.

Для эффективного использования и погашения государственного долга сроки получения доходов от использования заемных средств должны совпадать со сроками уплаты основной суммы долга и процентов за использование заемных средств, т. е. сальдо денежных потоков в каждом условном временном периоде должно быть больше либо равно 0

$$PV_t^D - PV_t^P \geq 0,$$

где t — временной период.

Если сроки погашения и обслуживания кредита не совпадают со сроками окупаемости соответствующего проекта и средств для погашения и обслуживания текущего кредита будет недостаточно в конкретном периоде, долг может считаться неэффективным. В случае если данный разрыв покрывается одним из следующих способов, долг может считаться условно эффективным, а именно:

за счет доходов от использования другого кредита, если этих доходов достаточно для погашения и обслуживания нескольких кредитов;

за счет привлечения дополнительных средств, если доходов от использования первого кредита будет достаточно для погашения и обслуживания как текущего, так и дополнительного кредита.

В таком случае новый дополнительный государственный кредит будет условно неэффективным исходя из неэффективной цели его использования, но определенного источника его погашения за счет доходов от использования другого кредита.

Данную модель также можно использовать в качестве модели принятия решения по конкретному государственному займу (кредиту) на стадии планирования заимствований.

Из представленной методики все государственные кредиты (займы) предлагается разделить на четыре вида: эффективные, условно эффективные, условно неэффективные и неэффективные.

Эффективным государственный долг может считаться тогда, когда отдача от вложенных заемных средств достаточна для возврата основной суммы долга и процентов за его использование. Исходя из предложенных критериев для определения данного вида долга, его можно представить следующей системой неравенств:

$$\begin{cases} PV^D > 0, \\ PV^D \geq PV^P(1 + r), \\ PV_t^D - PV_t^P \geq 0. \end{cases}$$

Условно эффективный государственный долг — это государственный долг, возникший в процессе заимствования средств на проекты с положительной доходностью, однако для реализации которых потребовались дополнительные ресурсы, привлечение которых не приводит к увеличению неэффективного государственного долга.

Условно неэффективным может считаться государственный долг, образовавшийся в результате рефинансирования текущего условно эффективного государственного долга (или реализации других неэффективных проектов) и источником погашения которого будут доходы этого конкретного проекта. Данный вид кредита не приводит к увеличению неэффективного государственного долга, а лишь направлен на сбалансирование возникших несовпадений в сроках окупаемости проекта и погашения долга. Источники погашения условно неэффективного долга определены доходами другого проекта.

Неэффективный государственный долг — это государственный долг, источники погашения и обслуживания которого не определены.

Оценку же эффективности долгового портфеля государства в целом можно представить в виде двух матриц, одна из которых характеризует совокупность расходов государства на погашение и обслуживание долга, а вторая — доходы государства, полученные от использования государственных займов и кредитов.

Матрица расходов государства на погашение и обслуживание государственного долга

Номер кредита (k)	Периоды (n)			
	1	2	...	N
1	PV_{11}	PV_{12}	...	PV_{1N}
2	PV_{21}	PV_{22}	...	PV_{2N}
...
K	PV_{K1}	PV_{K2}	...	PV_{KN}

Матрица доходов государства от использования заемных средств

Номер кредита (l)	Периоды (m)			
	1	2	...	M
1	PV_{11}	PV_{12}	...	PV_{1M}
2	PV_{21}	PV_{22}	...	
...
L	PV_{L1}	PV_{L2}	...	PV_{LM}

Таким образом, общее количество расходов государства по обслуживанию и погашению всех имеющихся кредитов (K) за периоды времени N можно представить в виде следующей формулы:

$$\sum_{k=1}^K \sum_{n=1}^N PV_{kn}.$$

Общее количество доходов государства от использования всех имеющихся кредитов (L) за все промежутки времени M можно определить, используя следующую формулу:

$$\sum_{l=1}^L \sum_{m=1}^M PV_{lm}.$$

Долговой портфель государства может считаться эффективным, если он соответствует следующему условию:

$$\sum_{l=1}^L \sum_{m=1}^M PV_{lm}^D - \sum_{k=1}^K \sum_{n=1}^N PV_{kn}^P \geq 0.$$

Долговой портфель государства может считаться эффективным в случае если общее количество доходов от использования государственного кредита превышает либо равно общему количеству расходов на погашение и обслуживание государственного долга за рассматриваемый период, в противном случае портфель может считаться неэффективным.

Представленная методика оценки эффективности долгового портфеля государства позволяет своевременно и в полном объеме проводить оценку формирования и текущего состояния государственного долга, выплат по нему. Кроме того, используя предложенные матрицы, можно провести необходимый анализ не только портфеля в целом, но и каждого займа и кредита в отдельности. Так же посредством использования данной методики органы государственного управления имеют возможность прогнозировать денежные потоки по государственному долгу, при положительном сальдо за определенный период создавать резервы для покрытия отрицательного сальдо в будущем или использовать имеющиеся средства на другие государственные нужды. При отрицательном — использовать резервы или осуществлять новые заимствования.

Однако оценить долговой портфель Республики Беларусь в соответствии с предложенной методикой не представляется возможным по причине отсутствия информации о некоторых кредитных договорах (программах) между Беларусью и ее кредиторами, кроме того, всю процедуру по привлечению и использованию заемных средств в нашей стране можно считать достаточно непрозрачной, на официальных сайтах органов государственного управления не всегда публикуются условия привлечения средств и отсутствуют данные об их использовании.

Можно сделать вывод, что единой методики определения эффективности долгового портфеля государства не существует. Авторами предложен свой методический подход для оценки долгового портфеля государства:

1) всю систему показателей эффективности долгового портфеля государства можно представить в виде двух отдельных составляющих: 1) эффективность на макроуровне, базирующаяся на эффектах от осуществления государственных заимствований для экономики страны в целом; 2) эффективность на микроуровне, заключающаяся в определении эффектов от заимствований для непосредственного объекта вложения средств;

2) долговой портфель государства должен быть подвергнут анализу как на стадии принятия решения о заимствовании, так и на стадиях формирования и обслуживания государственного долга. На стадии формирования предлагается модель оценки каждого конкретного займа (кредита), которая включает в себя три этапа: на первом этапе должна быть определена цель заимствования; на втором этапе происходит оценка положительных эффектов от заимствования и определение достаточности их для погашения и обслуживания текущего займа (кредита); на третьем этапе сопоставляются сроки выплат по займу со сроками получения доходов от его использования. Посредством предложенной модели можно принимать решения об эффективности привлечения заимствований;

3) на стадии использования и обслуживания кредитов и займов предлагается использование матриц, которые отражают все денежные потоки по доходам и расходам каждого кредита (займа) и долгового портфеля в целом. Сопоставляя данные матрицы, можно сделать выводы об эффективности или неэффективности государственного долгового портфеля.

Литература

- Бузова, И. А.* Коммерческая оценка инвестиций / И. А. Бузова, Г. А. Маховикова, В. В. Терехова ; под ред. В. Е. Есипова. — СПб. : Питер, 2003. — 432 с.
- Buzova, I. A.* Kommercheskaya otsenka investitsiy [Commercial valuation of investments] / I. A. Buzova, G. A. Mahovikova, V. V. Terehova ; pod red. V. E. Esipova. — SPb. : Piter, 2003. — 432 p.
- Желиба, Б. Н.* Внешний долг Беларуси и экономическая безопасность государства / Б. Н. Желиба, К. А. Волосяк // Экономика и упр. — 2013. — № 1(33). — С. 58–72.
- Zheliba, B. N.* Vneshniy dolg Belarusi i ekonomicheskaya bezopasnost gosudarstva [External debt of Belarus and state economic security] / B. N. Zheliba, K. A. Volosyuk // Ekonomika i upr. — 2013. — N 1(33). — P. 58–72.
- Жук, И. Н.* Внешний долг государства: методология и стратегия управления / И. Н. Жук. — Минск : БГЭУ, 2010. — 218 с.
- Zhuk, I. N.* Vneshniy dolg gosudarstva: metodologiya i strategiya upravleniya [State external debt: methodology and management strategy] / I. N. Zhuk. — Minsk : BGEU, 2010. — 218 p.
- Катибникова, С. И.* Инвестиционная политика Республики Беларусь в переходной экономике / С. И. Катибникова. — Минск : Право и экономика, 2005. — 224 с.
- Katibnikova, S. I.* Investitsionnaya politika Respubliki Belarus v perehodnoy ekonomike [Investment policy of the Republic of Belarus in the transition economy] / S. I. Katibnikova. — Minsk : Pravo i ekonomika, 2005. — 224 p.
- Марусева, К. А.* Долговой механизм в экономике: содержание, структура, факторы / К. А. Марусева // Весн. Беларус. дзярж. экан. ун-та. — 2016. — № 4 (117). — С. 90–97.
- Maruseva, K. A.* Dolgovoy mehanizm v ekonomike: sodержanie, struktura, faktory [The debt mechanism in economy: content, structure, occurrence factors] / K. A. Maruseva // Vesn. Belarus. dzyarzh. ekan. un-ta. — 2016. — N 4 (117). — P. 90–97.

KSENIYA MARUSEVA

APPRAISING EFFECTIVENESS OF PUBLIC DEBT PORTFOLIO

Author affiliation. *Kseniya MARUSEVA* (maruseva@yandex.ru), *Belarusian State Economic University (Minsk, Belarus)*.

Abstract. The article discusses the issues of analyzing a state's debt portfolio and techniques to appraise the effectiveness of using external public borrowings. Classification of government loans in terms of loan objectives is given; a model to appraise effectiveness of attracting a public loan is analyzed; an approach to appraisal of the public debt portfolio is suggested.

Keywords: state debt portfolio; effective public debt; effectiveness of public loan.

UDC 336.276

*Статья поступила
в редакцию 03.02. 2017 г.*