

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Балюк Игорь Алексеевич

**СОВРЕМЕННЫЙ МЕЖДУНАРОДНЫЙ
ДОЛГОВОЙ РЫНОК: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА
ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ**

08.00.14 – Мировая экономика

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
доктора экономических наук

Научный консультант:

доктор экономических наук, профессор
Звонова Елена Анатольевна

Москва - 2019

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать учёные степени кандидата наук, учёные степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоится 26 июня 2019 г. в 14.00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.103 по адресу: Ленинградский проспект, д. 51, к.1, ауд. 1001, Москва.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д. 49, ауд. 200, ГСП-3, Москва, 125993 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Звонова Е.А., д.э.н., профессор;

заместитель председателя – Пищик В.Я., д.э.н., профессор;

учёный секретарь – Соколова Е.С., д.э.н., профессор;

члены диссертационного совета:

Абрамов В.Л., д.э.н., профессор;

Авдокушин Е.Ф., д.э.н., профессор;

Бунич Г.А., д.э.н., профессор;

Жариков М.В., д.э.н.;

Кузнецов А.В., д.э.н., старший научный сотрудник;

Леонтьева Л.С., д.э.н., профессор;

Логинов Е.Л., д.э.н.;

Навой А.В., д.э.н.;

Саввина О.В., д.э.н., доцент;

Сапир Е.В., д.э.н., профессор;

Сильвестров С.Н., д.э.н., старший научный сотрудник;

Хейфец Б.А., д.э.н., профессор.

Автореферат разослан 25 февраля 2019 г.

Учёный секретарь

диссертационного совета Д 505.001.103, _____ Соколова Елизавета Сергеевна
д.э.н., профессор

I ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. В условиях финансово-экономической глобализации различными странами на регулярной основе осуществляются внешние заимствования, направленные на активизацию инвестиционной деятельности, стабилизацию госбюджета, проведение социально-экономических реформ и рефинансирование долговых обязательств. Либерализация операций на глобальном финансовом рынке повысила степень зависимости разных стран от внешних источников финансирования, одним из основных которых является международный долговой рынок (МДР). В связи с этим тема диссертации приобретает особую актуальность.

Динамичное развитие МДР за последние двадцать пять лет было непосредственно связано с быстрым ростом внешней задолженности многих стран мира, что в настоящее время является крайне серьезной проблемой для их дальнейшего развития. Мировое хозяйство в целом становится все более дефицитным и приобретает ярко выраженные долговые черты. В настоящее время в долг живут уже не отдельные страны, как это было, к примеру, 30 лет назад, а большинство стран мира. Новые реалии связаны с существованием значительных по своим масштабам долговых обязательств многих стран мира, которые оказывают существенное влияние на формирование современного глобального экономического ландшафта и характер взаимоотношений между странами. В этой связи важно понимать, какие механизмы и инструменты МДР способствовали возникновению проблемы глобального суверенного внешнего долга.

Поскольку МДР является структурной составляющей международного финансового рынка и находится в процессе постоянной трансформации, особую актуальность приобретает исследование изменений его функциональной структуры, направлений и логики его движения, основных тенденций и особенностей его эволюции, инновационных долговых инструментов, используемых его участниками, что облегчает понимание общих закономерностей и тенденций развития международного финансового рынка в целом и является базой для разработки современных концептуальных подходов к категориям международного долгового финансирования, долгового рынка и внешней задолженности.

Актуальность темы исследования определяется также тем, что с середины 90-х годов XX в. в контексте проводимых рыночных реформ в России и в связи с осуществлением политики открытости внешнему миру компании и банки из России

регулярно проводят операции на МДР, привлекая сравнительно недорогие долгосрочные денежные средства. Через несколько лет заемщики из России достаточно прочно закрепились на МДР и научились использовать основные инструменты международных заимствований в виде еврооблигаций и синдицированных кредитов.

Некоторые международные долговые инструменты (например, конвертируемые облигации и евроекселя) в силу разных причин пока еще недостаточно освоены российскими банками и компаниями, хотя они регулярно используются на МДР. Что же касается секьюритизации активов, то в настоящее время этот сравнительно новый международный финансовый инструмент привлечения денежных ресурсов находится в центре внимания российских теоретиков и практиков (особенно в связи с активизацией разработки соответствующих нормативных актов в этой области). Возросший в последнее время интерес к освоению относительно новых для российских заемщиков международных долговых инструментов, дополняющих традиционные способы внешнего финансирования, повышает степень актуальности темы диссертации.

Спустя двадцать пять лет значительно увеличились объемы привлекаемых ресурсов, возросло количество российских банков и компаний, регулярно присутствующих на МДР. Вместе с тем все еще остаются вопросы повышения эффективности работы российских заемщиков на МДР, выбора оптимальных условий размещения и типа долговых инструментов с учетом тенденций развития МДР. Наряду с этим актуальной является проблема усиления государственного контроля за внешними заимствованиями российских корпоративных заемщиков.

В связи с быстрым ростом объемов внешнего долгового финансирования, усложнением его инструментальной структуры и механизма практического осуществления сделок недостаточно рассматривать в отрыве друг от друг общетеоретические аспекты функционирования МДР и механизма международных заимствований, а также различные доступные в настоящее время международные долговые инструменты и отдельные практические стороны подготовки к выходу на МДР (получение кредитного рейтинга, подготовка пакета необходимых документов, вопросы налогообложения и др.). Соединение вопросов теории и практики функционирования МДР в рамках одной работы придает теме диссертационного исследования дополнительную актуальность.

Значение МДР с точки зрения роста внешних заимствований государств и частных заемщиков, формирование и модернизация соответствующей инфраструктуры и механизма осуществления сделок на МДР, появление новых

международных долговых инструментов, а также постоянное присутствие в последние два десятилетия в растущих объемах (до начала кризиса на Украине) российских заемщиков на МДР определили выбор темы и направления исследования в данной работе.

Степень разработанности темы исследования. Изучение современной структуры и тенденций развития МДР, являющегося неотъемлемой частью международного финансового рынка, затрагивает широкий круг глобальных финансово-экономических проблем. В процессе научного исследования автор опирался на теоретические положения, оценки и выводы, содержащиеся в трудах российских и зарубежных ученых. Среди них: Абалкин Л.И., Аникин А.В., Аткинсон А. (Atkinson A.), Богомолов О.Т., Бригхэм Э. (Brigham E.F.), Вальдес С. (Waldes S.), Гапенски Л. (Gapenski L.C.), Гидди Я. (Giddy I.), Дынкин А.А., Евстигнеев В.Р., Киндлбергер Ч. (Kindleberger C.), Красавина Л.Н., Кругман П. (Krugman P.), Линдерт П. (Lindert P.), Лис Ф. (Lees F.A.), Мауэр Л. (Mauer L.J.), Обстфельд М. (Obstfeld M.), Пищик В.Я., Пороховский А.А., Портной М.А., Пребиш Р. (Prebisch R.), Сакс Д. (Sachs J.), Смитиенко Б.М., Смыслов Д.В., Стиглиц Д. (Stiglitz J.), Суэтин А.А., Тинберген Я. (Tinbergen I.), Усоскин В.М., Фама Ю. (Fama E.), Хайнс Д. (Hines J.), Хесин Е.С., Энг М. (Eng M.V.), Энтов Р.М.

Формирование государственного долга и системы международных долгов, а также проблемы управления ими рассматриваются в работах российских исследователей, среди которых можно отметить Алехина Б.И., Анисимова А.С., Балацкого Е.В., Брагинскую Л.С., Вавилова А.В., Вавилова Ю.Я., Данилова Ю.А., Дмитриева В.А., Звонову Е.А., Ковалишина Е.А., Мусатова В.Т., Саввину О.В., Саркисянца А.Г., Селезнева А.З., Свистунова В.Н., Федякину Л.Н., Хейфеца Б.А., Хоминич И.П., Цвирко С.Э., Ясина Е.Г., а также в публикациях зарубежных авторов: Аврамович Д. (Avramovic D.), Барро Р. (Barro R.), Домар Е. (Domar E.), Майкселл Р. (Mikesell R.), Рейнхарт К. (Reinhart C.), Рогофф К. (Rogoff K.), Рубини Н. (Roubini N.), Сорос Д. (Soros G.), Страут А. (Strout A.M.) Тобин Д. (Tobin J.), Харрод Р. (Harrod R.), Ченери Х. (Chenery H.V.) и др.

Отдельные аспекты истории развития и функционирования МДР, а также механизма долгового финансирования с большей или меньшей степенью подробности были раскрыты в опубликованных ранее исследованиях российских и зарубежных авторов, среди которых можно выделить Александра Г. (Alexander G.J.), Бредли Э. (Bradley E.S.), Брейли Р. (Brealey R.A.), Бэйли Д. (Bailey J.V.), Гарнера Д. (Garner D.R.), Гитмана Л. (Gitman L.J.), Джонка М. (Joehnk M.D.), Итвелла Д. (Eatwell J.), Киреева А.П., Конвэя Р. (Conway R.P.), Ли Ч. (Lee C.F.),

Майерса С. (Mayers S.C.), Миркина Я.М., Михайлова Д.М., Оуэна Р. (Owen R.R.), Рубцова Б.Б., Рудык Н.Б., Семенкову Е.В., Тьюлза Р. (Teweles R.J.), Тьюлза Т. (Teweles T.M.), Тэйлора Л. (Taylor L.), Финнерти Д. (Finnerty J.E.), Хилла Ч. (Hill C.W.L.), Чисхолма Э. (Chisholm A.M.), Шарпа У. (Sharpe W.F.), Шенаева В.Н., Шенаева Вяч. Н., а также в кандидатских диссертациях Воложинской М.О., Иванова С.А., Какучая Т.Т., Корчминского А.В., Михайлова А.Е., Шаламовой Д.В.

Инструментарий МДР раскрывается в работах Алтунбаса Й. (Altunbas Y.), Буклемишева О.В., Бэра Х.-П. (Bär H.-P.), Гаданеца Б. (Gadanecz B.), Гэлланта П. (Gallant P.), Кары А. (Kara A.), Кутырина К.В., Михайлова А.Е., О'Мэлли К. (O'Malley C.), Родеса Т. (Rhodes T.), Рэй К. (Ray C.I.), Таваколи Д. (Tavakoli J.), Уилсона Р. (Wilson R.), Фабозци Ф. (Fabozzi F.J.), Файта Э. (Fight A.), Хендерсона Д. (Henderson J.), Шохина Д.А. и др.

Несмотря на значительное число российских и зарубежных публикаций, посвященных проблемам долгового финансирования, формирования внешней задолженности и функционирования МДР, тема внешнего финансирования настолько обширна и актуальна, а собственно МДР находится в процессе постоянной трансформации, происходит регулярное внедрение инновационных долговых инструментов и схем финансирования, совершенствуется рыночная инфраструктура, модернизируются методы и способы регулирования и контроля, что существует настоятельная необходимость обобщать и анализировать динамику и специфику происходящих изменений на МДР, отмечать новые тенденции и направления его развития, прогнозировать его состояние и возможную трансформацию в ближайшей перспективе.

Следует заметить, что в современной экономической литературе отсутствуют работы, целиком посвященные анализу именно МДР. Как правило, объектом научных исследований является либо международный рынок капитала, включающий в себя не только долговой, но и акционерный компонент, либо международный рынок долгового (ссудного) капитала, под которым в большинстве случаев понимается только международный рынок облигаций. Отдельные аспекты МДР иногда рассматриваются через призму международного фондового рынка (или международного рынка ценных бумаг) на примере различных типов долговых ценных бумаг. Зачастую анализируются отдельные сегменты МДР в виде рынка еврооблигаций, рынка синдицированных кредитов, международного денежного рынка (рынка краткосрочных заимствований), секьюритизации активов. В ряде работ отдельные элементы МДР анализируются в рамках изучения международного кредитного рынка или международного финансового рынка. Таким образом,

существует настоятельная необходимость в научном анализе современной концепции международного долгового рынка, формулируемой автором как совокупность условий, обеспечивающих осуществление операций купли-продажи различных видов долговых обязательств с использованием эмиссионных и неэмиссионных инструментов на межнациональном уровне.

В российских и зарубежных работах, посвященных различным аспектам функционирования МДР, как правило, превалирует либо теоретическая, либо практическая направленность исследования. Это объясняется тем, что авторы являются либо научными сотрудниками, фокусирующими свое внимание на изучении теоретической стороны вопроса, либо практиками, подробно описывающими накопленный личный опыт работы с теми или иными международными долговыми инструментами и различными участниками МДР. В связи с этим существует объективная необходимость соединить и рассмотреть в рамках одной работы как теорию, так и практику функционирования современного МДР.

В российских и зарубежных исследованиях проблем долгового финансирования на первом месте находится проблематика либо внешних суверенных и муниципальных заимствований, либо коммерческих корпоративных заимствований. Подобная методика сепаратного секторального анализа не способна дать полную и цельную концептуальную картину тенденций развития МДР. Таким образом, существует настоятельная необходимость комплексного анализа МДР с точки зрения особенностей деятельности различных типов заемщиков.

Особое внимание в диссертации уделено изучению проблем, связанных с деятельностью российских заемщиков на современном МДР. В работах в первую очередь российских исследователей аналитический фокус смещен с проблематики использования отдельных международных долговых инструментов и управления внешним государственным долгом на вопросы повышения эффективности внешних заимствований, необходимости разработки государственной внешнедолговой стратегии и тактики, усиления способов и методов регулирования и контроля за внешними заимствованиями российского корпоративного сектора. В этой связи существует объективная необходимость в обобщении и научном анализе накопленного практического опыта российских заемщиков, связанного с операциями на МДР, и разработке научно обоснованных рекомендаций, направленных на повышение эффективности будущих внешних заимствований российских заемщиков с учетом передовых достижений МДР и использования

всего спектра современных международных долговых инструментов и схем финансирования.

Актуальность темы исследования, степень научной разработанности и практическая значимость изложенных выше проблем определили выбор цели и задач диссертационной работы.

Цель диссертационного исследования. Цель диссертации - комплексный анализ теоретических и практических вопросов функционирования современного МДР и разработка на его основе концепции современного международного долгового финансирования, составной частью которого является МДР.

Для реализации цели диссертации были поставлены **задачи**, определившие логику исследования и структуру работы:

- разработка концепции современного внешнедолгового финансирования;
- разработка концепции современного МДР;
- исследование особенностей современной функционально-инструментальной структуры МДР;
- анализ динамики и тенденций развития МДР;
- разработка прогноза перспективного развития современного МДР;
- выявление степени влияния использования основных инструментов МДР на величину ВВП;
- анализ и обобщение российского опыта заимствований на МДР;
- разработка практических рекомендаций и алгоритма выхода на МДР для потенциальных российских заемщиков.

Объектом исследования является современный международный долговой рынок.

Предметом исследования является организационно-институциональная инфраструктура и современный инструментарий МДР.

Методология и методы исследования. На разных этапах диссертационного исследования в зависимости от уровня и характера решаемых научно-практических задач использовались как общенаучные, так и специальные методы познания, включая общелогические методы (анализ, синтез, индукцию, дедукцию и аналогию), теоретические (гипотетико-дедуктивный, обобщение, факторный, системный и структурно-функциональный методы), эмпирические методы (сравнение), специальные (экономико-статистический и эконометрический анализ). Теоретической основой послужили фундаментальные положения классической экономической науки, научно-теоретические исследования и разработки в области

мировой экономики и мировых финансов, сформулированные в трудах ведущих зарубежных и отечественных ученых, а также работы российских и зарубежных экономистов по проблемам теории и практики функционирования международного финансового рынка, формирования государственного долга и системы международных долгов, истории развития и функционирования МДР, а также механизма долгового финансирования, использования отдельных международных долговых инструментов. В процессе исследования использовались публикации Банка международных расчетов (БМР), Международного валютного фонда (МВФ), Всемирного банка и других международных организаций, а также материалы различных научно-практических конференций, посвященных вопросам международного долгового финансирования. Были использованы различные аналитические и информационные материалы, связанные с функционированием МДР, которые были подготовлены различными международными компаниями и банками: Arthur Andersen, JP Morgan Chase, Citigroup, Deutsche Morgan Grenfell, ING Barings, Salomon Smith Barney, Clifford Chance.

Информационной базой являются также данные Минфина России и Центрального Банка РФ, интернет-сайты, информационные и статистические материалы ряда российских и зарубежных информационных агентств. В процессе работы автор опирался также на свой собственный многолетний практический банковский опыт в сфере внешних заимствований.

Для решения поставленных в диссертации задач был выделен период с середины 1990-х годов до начала 2016 г., в течение которого происходили существенные количественные и качественные изменения на МДР. Эти годы характеризуются заметным ростом внешней задолженности многих стран мира и возникновением проблемы глобализации долга в мировой экономике. Для России это также был период появления суверенной внешней задолженности и постепенного накопления опыта работы на МДР. Перечисленные выше обстоятельства обусловили выбор соответствующего периода времени для анализа и решения обозначенных в данном исследовании проблем.

Теоретическая значимость диссертационной работы. Теоретическое значение диссертационной работы заключается в разработке концепции международного долгового финансирования, составной частью которого является МДР; определении роли МДР в обострении проблемы глобализации внешней задолженности; теоретическом обосновании концепции «совокупного (консолидированного) долга» взамен разделения долга на внешний и внутренний; разработке комплексного подхода к изучению главных современных инструментов

МДР и специфики подготовки и реализации сделок, связанных с внешним финансированием; проведении прогнозного анализа основных направлений и особенностей перспективного развития МДР; доказательстве тесной зависимости роста ВВП от увеличения заимствований на МДР; а также в обобщении российского опыта внешних заимствований, комплексной оценке перспектив работы различных типов российских заемщиков на МДР и разработке алгоритма дебютного размещения долговых обязательств российских эмитентов на МДР.

Научная новизна исследования заключается в разработке концепции современного международного долгового рынка, являющегося частью международного финансового рынка и главным элементом международного долгового финансирования, включая определение, терминологию, организационно-институциональную инфраструктуру и инструментальную базу.

Положения, выносимые на защиту. В работе получены следующие основные результаты, определяющие научную новизну исследования:

1. Разработана концепция формирования внешнего долга на основе двух факторов (трансграничного и внутриграничного) и за счет двух сегментов (рыночного и нерыночного). На основе проведенного научного анализа был обоснован вывод о том, что в отдельных странах соотношение между рыночным и нерыночным сегментами внешнего долга, а также между трансграничным и внутриграничным факторами в структуре совокупного внешнего долга и по разным типам заемщиков существенно различается. После кризиса 2008-2009 гг. усилилась роль внутриграничного фактора в формировании внешнего долга. Локальные заемщики предпочитают выпускать долговые обязательства на внутреннем долговом рынке и номинировать их в местной валюте. Выявленные тенденции позволили определить новый тренд в развитии мирового долгового рынка, связанный с активизацией деятельности инвесторов-нерезидентов на местных долговых рынках (С. 33-35).

На основе проведенного анализа сделан вывод о том, что в процессе глобализации операций на различных финансовых рынках и упрощения процедуры уступки кредиторами прав требования по долговым обязательствам усложнилась идентификация внутренних и внешних долговых обязательств различных стран мира. Доказано, что деление долга какой-либо страны на внешний и внутренний недостаточно адекватно отражает современные реалии мировой финансовой системы, поскольку в структуре долга различных стран мира растет удельный вес рыночных инструментов долгового финансирования в виде разнообразных долговых ценных бумаг, которые могут свободно продаваться и покупаться на

рынке. В результате нерезиденты становятся держателями внутренних долговых обязательств, а резиденты имеют возможность покупать внешние долговые обязательства. Кроме того, мобильность инвесторов затрудняет процесс их разделения на реальных резидентов и нерезидентов, поскольку владельцами формальных компаний-резидентов данной страны зачастую являются нерезиденты, а владельцами компаний-нерезидентов могут быть юридические и физические лица, являющиеся резидентами данной страны (С. 50-63).

В настоящее время в результате размывания границ между разными видами долговых обязательств и появления различных кросс-секторных финансовых продуктов на практике происходит постепенное объединение категорий «внутренний долг» и «внешний долг» в единое целое и формирование на их основе «совокупного долга». Научно доказано положение о том, что использование категории «совокупный долг» позволит участникам мирового финансового рынка более адекватно отражать степень долговой нагрузки различных субъектов рынка и связанный с этим уровень кредитного риска без разделения кредиторов на местных и иностранных, а долговых обязательств – на внутренние и внешние (С. 61-62).

2. Разработана концепция международного долгового рынка (МДР) как совокупности институциональных, функциональных и др. компонентов, обеспечивающих осуществление операций купли-продажи различных видов долговых обязательств с использованием эмиссионных и неэмиссионных инструментов на межнациональном уровне. Введено научное определение МДР как сферы общественных отношений, связанных с движением долговых обязательств, возникающих за пределами страны регистрации должника. Подтверждено и развито положение о том, что функционирование МДР осуществляется с использованием определенных институтов, инструментов и нормативно-правовых документов. Различные формы долга (суверенный, муниципальный, корпоративный) являются продуктами финансового рынка и формируют товарный ряд МДР (С. 78-79).

В диссертации научно доказано, что МДР представляет собой бисекторный структурный элемент международного финансового рынка. Он находится в процессе постоянной трансформации: меняется его институциональная и функциональная структура, появляются инновационные долговые инструменты. Обосновано теоретическое положение о том, что на МДР используются инструменты, традиционно относящиеся к фондовому и кредитному секторам международного финансового рынка. Однако специфика проведения сделок на МДР предполагает использование также элементов из других сегментов международного финансового рынка (например, страховой рынок, рынок золота,

рынок деривативов). В диссертации сделан вывод о том, что современный МДР не имеет четко очерченных границ и отличается многообразием используемых финансовых инструментов, классификация которых затруднена в связи с тем, что имеет место тесное взаимопроникновение и взаимосвязь различных сегментов международного финансового рынка, что способствует размыванию межсекторальных границ и появлению кросс-секторных финансовых продуктов (С. 80).

3. На основе анализа функционально-институциональной структуры МДР сделан вывод о значительном повышении роли институциональных инвесторов на эмиссионном сегменте МДР и доказано, что в мировой экономике и мировых финансах происходит изменение соотношения долей различных типов инвесторов. Банки как традиционные портфельные инвесторы начинают постепенно отходить на второй план, а значение небанковских финансовых институтов усиливается, так как примерно 90% совокупных активов институциональных инвесторов приходится на ценные бумаги. Выявленная в процессе проведения анализа тенденция повышения в структуре институциональных инвесторов удельного веса предприятий коллективных инвестиций позволила сделать научно обоснованный вывод о постепенном возрастании роли частного (розничного) инвестирования (С. 115-127).

В диссертации раскрыты теоретические и практические аспекты современного инструментария МДР (основные виды международных долговых ценных бумаг и международное синдицированное кредитование), выявлены главные особенности подготовки и реализации различных типов сделок на МДР, составлена агрегированная схема использования инструментов МДР различными типами эмитентов (заемщиков), выявлены специфические характеристики основных и вспомогательных инструментов МДР, разработан алгоритм стратегии работы на МДР различных типов корпоративных заемщиков. В работе научно доказано, что в последние годы в связи с усложнением структуры МДР усилилась роль различных видов посредников между кредиторами и заемщиками. Особое значение имеют банки, занимающиеся организацией различных сделок на МДР. На основе проведенного анализа рыночной статистики диссертантом научно обоснован вывод о том, что на современном МДР царит монополия небольшого количества наиболее крупных транснациональных банков мира (С. 148-211).

4. Выявлены и научно обоснованы основные доминантные направления развития МДР с учетом составляющих его сегментов и инструментов долгового финансирования, которые могут быть учтены при разработке стратегических

планов внешнедолгового финансирования различными российскими заемщиками. Доказано, что динамика развития МДР в первую очередь определяется эволюцией экономики и финансов в глобальном масштабе. В предкризисный период наблюдался устойчивый рост объема операций. В 2010-2011 гг. был отмечен резкий спад активности на МДР. Последующие годы отличались неустойчивой стабилизацией ситуации на МДР. Одним из выявленных в исследовании детерминантных трендов развития МДР за последние двадцать лет стал рост удельного веса эмиссионного сегмента в общем объеме операций на МДР. По расчетам, проведенным в диссертации, в начале 2016 г. в совокупном объеме МДР (по непогашенным обязательствам) соотношение между эмиссионным и неэмиссионным сегментами составляло 3:1, а в середине 90-х годов XX в. – 3:2. В то же время на фоне уменьшения объема операций с международными долговыми ценными бумагами в последние 2-3 года возросло значение и объемы международного синдицированного кредитования (С. 215-217).

В диссертации выявлено, что одним из детерминантных трендов развития МДР стало повышение роли офшорных юрисдикций, в которых часть заемщиков из развивающихся и развитых стран регистрируют специальные компании для работы на МДР. Это связано со стремлением заемщиков минимизировать свои расходы и риски при проведении операций на МДР (С. 229-230).

На основе анализа валютной структуры МДР научно доказано, что, хотя после введения евро международные инвесторы начали активно покупать долговые инструменты, номинированные евро, однако в результате кризиса 2008-2009 гг. доверие к евро было подорвано, и международные кредиторы стали приобретать эмиссионные долговые инструменты, номинированные в долларах США, рассматривая их в качестве наиболее надежной мировой валюты (С. 222-223).

В диссертации научно обоснован вывод о том, что за последние двадцать лет в совокупном объеме МДР существенно возрос удельный вес заемщиков из развивающихся стран (в первую очередь страны БРИКС) при соответственном уменьшении доли заемщиков из развитых стран. Эта тенденция была особенно характерной в посткризисный период (С. 238-239).

5. Осуществлен прогнозный анализ перспективного развития МДР, раскрывающий принципы его структурирования и организации. Выявлено, что главными заемщиками на МДР будут оставаться финансовые организации. В ближайшие годы заемщики из развитых стран сохранят доминирующее положение на МДР. Однако отмеченное в 2010-2014 гг. быстрое возрастание удельного веса заемщиков из развивающихся стран (в первую очередь банков и небанковских

финансовых институтов) найдет отражение в повышении удельного веса заемщиков из развивающихся стран. Эти страны (особенно КНР) в ближайшей перспективе могут расширить объем операций на МДР (С. 240-244).

В соответствии с проведенным прогнозным анализом сделан вывод о том, что синдицированные кредиты будут использоваться главным образом банками и компаниями. Финансово-экономическая стабилизация может улучшить условия их предоставления. Возрастет количество заемщиков с неинвестиционными кредитными рейтингами. Процентные ставки по кредитам будут постепенно снижаться, а сроки погашения СК удлинятся (С. 245-246).

На основе анализа современных форм организации торговли и тенденций ее развития на МДР доказано предстоящее расширение объемов торговых операций с долговыми инструментами в электронном виде за счет применения специальных информационно-торговых платформ. В то же время прогнозируется усиление интернационализации контроля за внебиржевой торговлей, а национальные регуляторы будут более тесно взаимодействовать с компаниями, связанными с разработкой программного обеспечения и обслуживанием электронных торговых систем, через которые будет осуществляться купля-продажа различных долговых инструментов (С. 251).

6. Проведенный расширенный эконометрический анализ основных показателей МДР с целью оценки их влияния на величину ВВП выявил наличие сильной или очень сильной связи между изменениями ВВП и внешнего долга. Сделан вывод о том, что исследуемая связь имеет прямой характер, т.е. увеличение внешнего долга тесно связано с ростом ВВП. Научно обоснован тезис о том, что, хотя привлечение денег извне увеличивает зависимость экономики от внешних факторов, в то же время при условии эффективного использования оно способствует экономическому росту, поэтому активно используется многими странами для стимулирования своих национальных экономик. Эконометрический анализ позволил выявить наиболее сильную корреляционную связь между ВВП и следующими переменными: внешний долг и международные долговые ценные бумаги в обращении. Также доказано, что наиболее эффективно стимулируют рост ВВП международные синдицированные кредиты и брутто-эмиссии международных долговых ценных бумаг (С. 253-274).

7. На основе анализа и обобщения российского опыта заимствований на МДР обоснована возможность и даны научно обоснованные рекомендации по повышению эффективности внешнедолгового финансирования страны,

представлена комплексная оценка перспектив работы различных типов российских заемщиков на МДР с учетом текущего режима внешних санкций (С. 277-285).

На основе анализа быстрого роста корпоративного внешнего долга Российской Федерации выявлено и научно обосновано его негативное влияние на динамику курса рубля. Отсутствие надежных гарантий рефинансировать задолженность, номинированную в иностранной валюте, с помощью внешнего финансирования заставляет компании и банки использовать источники на локальном финансовом рынке. Это оказывает давление на российский рубль, что может привести к дестабилизации ситуации в финансово-экономической сфере (С. 286-289).

8. Повышение уровня риска, связанного с внешним финансированием, требует от российских компаний и банков всесторонне анализировать все особенности привлечения внешнего финансирования перед принятием соответствующего решения. В этой связи диссертантом составлен алгоритм выхода потенциальных российских эмитентов (заемщиков) на МДР, а также разработаны методические и практические рекомендации, направленные на повышение эффективности их работы на МДР (С. 311-324).

Практическая значимость диссертационной работы. Полученные в диссертации научные результаты, содержащиеся в ней выводы и рекомендации могут быть использованы для повышения эффективности работы российских заемщиков на МДР. Основные положения диссертации, раскрывающие современный механизм функционирования МДР, а также тенденции, проблемы и перспективы его развития, могут быть использованы Министерством финансов Российской Федерации, ЦБ Российской Федерации, Внешэкономбанком и другими заинтересованными организациями при разработке и практической реализации стратегии и тактики внешних заимствований России, а также при формировании прогнозов социально-экономического развития страны. Теоретические выводы и практические рекомендации диссертации могут найти применение в дальнейших научных исследованиях проблемы глобализации долга в мировой экономике, вопросов теории и практики внешнего долгового финансирования, а также могут быть использованы соответствующими российскими федеральными органами исполнительной власти и организациями, отвечающими за управление внешним долгом страны, при разработке и практической реализации внешнедолговой политики.

Материалы диссертации могут быть использованы при подготовке и чтении курсов по мировой экономике, международным экономическим отношениям,

мировому финансовому рынку, международным валютно-кредитным и финансовым отношениям в вузах финансово-экономического профиля, а также могут представлять интерес для сотрудников подразделений банков и компаний, отвечающих за привлечение иностранных денежных ресурсов (включая членов руководства данных организаций, курирующих это направление), лиц, интересующихся функционированием МДР, а также профессионалов международного финансового рынка.

Область исследования. Проведенное диссертационное исследование соответствует п. 14 «Мировой фондовый рынок, его механизмы и роль в развитии отдельных стран и мирового хозяйства в целом. Интернационализация деятельности фондовых бирж», п. 15 «Международные потоки ссудного капитала, прямых и портфельных инвестиций, проблемы их регулирования на национальном и наднациональном уровнях», п. 24 «Международная деятельность банков, инвестиционных и страховых компаний, пенсионных фондов и других финансовых институтов», п. 28 «Пути и формы интеграции России в систему мирохозяйственных связей. Особенности внешнеэкономической деятельности на уровне предприятий, отраслей и регионов» Паспорта научной специальности 08.00.14 – Мировая экономика (экономические науки).

Степень достоверности результатов исследования, выносимых на защиту, обеспечивается опорой на труды отечественных и зарубежных ученых по выбранной и связанной проблематике, публикации различных международных организаций, материалы научно-практических конференций, посвященных вопросам международного долгового финансирования, различные аналитические и информационные материалы, подготовленные международными компаниями и банками, представительностью и достоверностью исходной информации, в основе которой данные Министерства финансов Российской Федерации, Центрального банка России, Банка международных расчетов, Всемирного банка, МВФ и др. международных институтов, также апробацией и внедрением научных результатов в практической деятельности кредитных учреждений и научной и учебно-методической работе вузов.

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные результаты исследования представлены на 12 научно-практических конференциях и семинарах (включая 7 международных), в том числе: на IV Международном форуме Финансового университета «Что день грядущий нам готовит?», Секция «Россия и мир: глобализм vs протекционизм» (Москва, Финансовый университет, 28-30 ноября 2017 г.); на III Международной научно-практической

конференции «Мировая экономика и мировые финансы: эволюция идей и современные стратегии», посвященной 90-летию доктора экономических наук, профессора, заслуженного деятеля науки Российской Федерации Лидии Николаевны Красавиной и 100-летию Финансового университета (Москва, Финансовый университет, 21 ноября 2017 г.); на Всероссийской научно-практической конференции "Мировая экономика и мировые финансы в XXI веке: актуальные тренды", посвященной 160-летию первой международной валютной системы (Парижской) (Москва, Финансовый университет, 27 апреля 2017 г.); на III Международном форуме Финансового университета «Ловушка «новой нормальности», Секция «Можно ли расти без «новой нормальности»? Стратегические инициативы развивающихся экономик» (Москва, Финансовый университет, 22-24 ноября 2016 г.); на II Международной научно-практической конференции «Мировая экономика и мировые финансы: глобальные проблемы и перспективы», посвященной 70-летию факультета Международных экономических отношений Финансового университета (Москва, Финансовый университет, 8 ноября 2016 г.); на международной конференции «Развивающиеся финансовые рынки в условиях международной интеграции» (Developing Financial Markets in International Integration Context) (г. Ханой, Вьетнам, Банковская академия Вьетнама, 28 октября 2016 г.); на межвузовской научно-практической конференции «Трансформация глобальной валютно-финансовой системы в условиях многополярности: теоретические и практические подходы» (Москва, Финансовый университет, 12 апреля 2016 г.); на научно-практическом семинаре «Изменение российской валютно-финансовой системы в результате реформирования глобальной финансовой архитектуры» (Москва, Финансовый университет, 9 декабря 2015 г.); на II Международном форуме Финансового университета «В поисках утраченного роста», Секция «Глобальная экономика: все еще в зоне турбулентности» (Москва, Финансовый университет, 24-26 ноября 2015 г.); на международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы развития международных валютно-кредитных и финансовых отношений в условиях глобализации и регионализации», посвященной 40-летию кафедры «Мировые финансы» (Москва, Финансовый университет, 27 октября 2015 г.); на межвузовской конференции «Тенденции и перспективы развития мирового финансового рынка» (Москва, Финансовый университет, 15 апреля 2015 г.); на научно-практическом семинаре «Валютная политика России в условиях обострения геополитических рисков» (Москва, Финансовый университет, 18 февраля 2015 г.).

Результаты, полученные в рамках диссертационного исследования, имеют практическое применение в деятельности Департамента по работе на рынках капитала АО «Россельхозбанк». Алгоритм структурирования различных типов сделок, связанных с международным долговым финансированием, а также методические и практические рекомендации, предложенные в диссертации, были внедрены с целью повышения эффективности работы Департамента на международном долговом рынке.

Материалы диссертации используются в практической деятельности АО АКБ «НОВИКОМБАНК», в частности используется алгоритм подготовки и реализации различных типов сделок, связанных с международным долговым финансированием, а также методические и практические рекомендации, направленные на повышение эффективности работы на международном долговом рынке. Выводы и основные положения диссертации способствуют повышению эффективности работы соответствующих подразделений банка на международном долговом рынке и экономии времени, сил и денежных средств, связанных с подготовкой и реализацией различных видов сделок.

Материалы диссертации используются в практической деятельности инвестиционной компании «РИКОМ-ТРАСТ». Теоретические и практические аспекты современного инструментария международного долгового рынка в виде различных типов международных долговых ценных бумаг и международного синдицированного кредитования, а также особенности подготовки и реализации различных типов внешнедолговых сделок помогают сотрудникам компании лучше понять специфику работы на международном долговом рынке и повысить качество обслуживания клиентов компании, заинтересованных в проведении операций, связанных с размещением международных долговых ценных бумаг, а также их куплей-продажей на вторичном рынке. Выводы и основные положения диссертации способствуют повышению эффективности работы компании на рынке услуг корпоративного финансирования, а также при проведении финансового и корпоративного консалтинга для клиентов компании.

Материалы диссертационного исследования были использованы при выполнении научно-исследовательской работы по теме «Разработка модели секторального развития финансового рынка Российской Федерации в условиях современных трансформаций мировой валютно-финансовой системы» по Государственному заданию 2017 г. (№ государственной регистрации АААА-А17-117060110152-5) в подразделах: «Глобальный контекст секторального развития российского финансового рынка»; «Особенности развития долгового

сегмента фондового сектора российского финансового рынка в условиях трансформации МВФС»; «Прогнозная модель эволюции долгового сегмента российского фондового рынка»; «Рекомендации по развитию нормативно-правового обеспечения секторальной структуры российского финансового рынка с учетом трансформаций международной валютно-финансовой системы».

Материалы диссертационного исследования используются Департаментом мировой экономики и мировых финансов Финансового университета при Правительстве РФ в процессе преподавания следующих учебных дисциплин: «Мировой финансовый рынок», «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения», «Международная практика организации валютных и финансовых операций в банках», «Управление внешним долгом», «Внешнее финансирование на мировом финансовом рынке».

Материалы диссертационной работы используются кафедрой «Банки, денежное обращение и кредит» МГИМО МИД России в преподавании учебных дисциплин «Денежно-кредитные системы зарубежных стран», «Регулирование банковской деятельности», «Международная практика организации валютных и финансовых операций банков», «Банковское кредитование и международный кредит».

Материалы диссертации используются Институтом делового администрирования и бизнеса Государственного университета управления в преподавании учебных тем «Международная практика банковской деятельности, банковского регулирования и надзора», «Международные банковские операции», «Внешний долг: устойчивость госфинансов и финансовая стабильность» как для работников Банка России, так и для слушателей программы «Магистр делового администрирования – Master of Business Administration (MBA)».

Внедрение результатов диссертационного исследования подтверждено соответствующими документами.

Публикации. Основные положения диссертации нашли отражение в 39 научных публикациях общим объемом 62,62 п.л. (весь объем авторский), в том числе в трех авторских монографиях объемом 35,75 п.л., в одном разделе коллективной монографии авторским объемом 0,6 п.л. и 22 статьях общим объемом 19,02 п.л. (весь объем авторский) в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем работы определяются целями, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, пяти глав, содержащих 21 параграф, заключения, списка литературы из 379 источников и 4 приложений.

Текст диссертации представлен на 389 страницах, содержит 120 таблиц и 28 рисунков.

II ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Первая глава посвящена анализу роли международного долгового финансирования в формировании глобальной внешней задолженности, рост которой с середины 90-х годов XX в. происходит преимущественно за счет активного использования механизмов и инструментов МДР. В структуре внешнего долга стран, являющихся главными должниками мира, отмечается доминирование долгосрочных долговых обязательств, основу которых составляют долговые ценные бумаги. По расчетам диссертанта, в начале 2016 г. в совокупном объеме МДР (по непогашенным обязательствам) около 3/4 приходилось на эмиссионные долговые инструменты и 1/4 – на неэмиссионные долговые инструменты, а в середине 90-х годов XX в. соотношение между двумя сегментами МДР составляло 3:2 в пользу эмиссионного сегмента. В связи с этим был сделан вывод о том, что снижение удельного веса различных видов кредитов как низколиквидных инструментов долгового финансирования при соответствующем росте доли долговых ценных бумаг, которые могут свободно обращаться на международном фондовом рынке, отражает одну из тенденций развития МДР на современном этапе.

В диссертации выделяются два фактора формирования внешнего долга – трансграничный и внутриграничный. На основе анализа стран, лидирующих по величине совокупного внешнего долга, с точки зрения соотношения этих двух факторов отмечается, что для большинства стран формирование внешнего долга на протяжении последних пятнадцати лет находилось под сильным влиянием трансграничного фактора (удельный вес находящихся в обращении международных ценных бумаг в совокупном объеме внешнего долга находился на уровне 35-50%), однако в последние несколько лет усилилось влияние внутриграничного фактора. В России, по расчетам автора, за счет трансграничного фактора обеспечивалось примерно 75-80% роста совокупного внешнего долга страны.

Анализ проблемы глобализации и роста внешней задолженности в современной мировой экономике позволил сделать вывод о том, что если поначалу суверенные внешнедолговые проблемы ассоциировались с развивающимися странами, то в последние годы на первый план вышла внешняя задолженность наиболее развитых стран мира, среди которых с большим отрывом лидируют США. В настоящее время, по данным Всемирного банка, величина внешнего долга США

составляет 1/4 мирового объема внешнего долга и в 3 с лишним раза превышает совокупную внешнюю задолженность 124 развивающихся стран и стран с переходной экономикой.

Несмотря на то, что ведущие европейские страны относятся к числу крупнейших кредиторов, вместе с тем они имеют достаточно значительную величину внешней задолженности (около 20% мирового объема внешнего долга), и этот долг имеет устойчивую тенденцию к росту. Попытки развитых стран регулировать внешний долг с помощью определенных лимитов пока что не приносят ожидаемых результатов.

На внешнюю задолженность развивающихся стран приходится не более 10% совокупного глобального внешнего долга. Однако в последнее время ежегодно она растет довольно быстрыми темпами - на 11-12%.

Глобальный характер внешнедолговой проблемы приводит к тому, что она начинает влиять на политику, проводимую руководством стран-должников. Увеличение внешнего долга ставит страну-должника в зависимое положение от ведущих международных кредиторов и повышает степень вероятности суверенных технических дефолтов. В результате неисполнение суверенных долговых обязательств лишает страну возможности привлечения в перспективе новых денежных средств на МДР.

В связи с этим одной из наиболее актуальных задач является уменьшение новых внешних заимствований до экономически безопасного уровня. Необходимость определения экономически безопасной величины внешнего долга предполагает наличие объективной возможности четкого разграничения существующего совокупного долга на внешний и внутренний. Однако в последние годы в связи с определенными изменениями на мировом долговом рынке возникла проблема идентификации внутреннего и внешнего долга.

В условиях финансово-экономической глобализации выделение внутреннего и внешнего долга весьма относительно, так как возрастает доля рыночных долговых инструментов в форме различных ценных бумаг, которые могут свободно продаваться и покупаться на рынке. В результате имеет место многократная смена держателей долговых ценных бумаг. К тому же локальные долговые ценные бумаги могут покупаться как резидентами, так и нерезидентами. То же самое можно сказать и о международных долговых ценных бумагах. Как показывает рыночная практика, владельцами компании-нерезидента могут быть физические лица, являющиеся резидентами страны-заемщика, а реальными бенефициарами компании-резидента в итоге могут оказаться физические лица, являющиеся нерезидентами.

В современной долговой структуре многих стран мира доминирующее положение занимает эмиссионный сегмент. Основной объем статистических данных по долговому эмиссионному сегменту готовит БМР. В конце 2012 г. он скорректировал классификацию долговых ценных бумаг. В результате международными стали считаться долговые ценные бумаги, эмитированные за пределами страны регистрации заемщика. Определяющим элементом стало место эмиссии (местонахождение первичного рынка) в отличие от целевой базы инвесторов.

Вместе с тем дальнейшая интернационализация глобального долгового рынка и активизация деятельности инвесторов-нерезидентов на локальных финансовых рынках постепенно приведет к тому, что локация первичного рынка перестанет быть главным признаком разграничения ценных бумаг на международные и внутренние (локальные). В результате в перспективе традиционные классификационные признаки международных и внутренних долговых ценных бумаг станут еще менее очевидными, чем в настоящее время, и еще более актуализируется необходимость консолидации различных видов долга в совокупный долг конкретного субъекта рынка.

Рост совокупной долговой нагрузки большинства стран вызвал серьезное беспокойство у международных финансово-кредитных организаций и заставил их совместно с национальными и региональными институциональными регуляторами искать эффективные способы решения данной проблемы. МДР имеет наднациональную специфику, поэтому важную роль играет международное регулирование различных аспектов его функционирования. В основном подобное регулирование осуществляется внутри Евросоюза, однако в то же время имеют место попытки регулирования и контроля на глобальном уровне. Основное внимание уделяется повышению степени прозрачности операций и обеспечению более эффективного использования рыночных механизмов. В диссертации анализируются особенности программ, инициированных совместно МВФ и Всемирным банком и направленных на решение проблемы внешней задолженности развивающихся стран.

Попытки контроля и регулирования внешнего долга предпринимаются не только на международном, но и на региональном уровне. Диссертант рассматривает особенности функционирования Европейского фонда финансовой стабильности (ЕФФС) и позднее заменившего его Европейского стабилизационного механизма (ЕСМ), призванных решить суверенные долговые проблемы стран еврозоны. Кроме того, анализируется деятельность Европейского центрального банка (ЕЦБ).

Решением долговой проблемы занимаются и на национальном уровне. Как правило, это прерогатива либо специализированного института, либо министерства финансов, либо центрального банка. Возможно также совместное управление суверенным долгом с участием нескольких государственных органов. Новым трендом стало формирование в разных странах в конце XX в. агентств по управлению долгом. Обычно они представляли собой самостоятельные организации. Однако это могли быть и специализированные структуры в рамках центрального банка или министерства финансов. Специфика этих институтов заключалась в том, что они были призваны управлять всем суверенным долгом страны. Это давало возможность оптимизировать расходы, связанные с внешними и внутренними заимствованиями. Изменение условий финансирования позволяло рефинансировать долги на более выгодных условиях, оптимизируя структуру и величину суверенного долга с учетом возможностей внешнего и внутреннего финансирования.

Проблема суверенных внешних долгов побудила международные финансово-кредитные институты и органы регулирования операций на национальных финансовых рынках объединить усилия, направленные на контроль и регулирование операций на МДР и усиление контроля за величиной внешних заимствований. Вероятно, данный тренд будет усиливаться в условиях наметившегося процесса некоторой финансово-экономической деглобализации. Можно ожидать появления новых методов и инструментов управления внешними заимствованиями на международном, региональном и национальном уровнях, а также формирования более жестких норм, стандартов и правил в связи с необходимостью предотвращения нового глобального финансово-экономического кризиса.

Во второй главе рассматриваются эволюция и современная структура МДР. Диссертантом дается определение понятия «международный долговой рынок», представляющего собой взаимодействие представителей различных стран в связи с перемещением временно свободных денежных ресурсов от одних субъектов рынка к другим с использованием различных долговых инструментов. МДР является абстрактной категорией, поскольку невозможно определить его конкретную локацию. МДР по форме проявляет себя через национальные долговые рынки отдельных стран, но, по сути, представляет собой взаимодействие представителей разных стран в связи с перемещением долгового капитала между ними.

На МДР используются инструменты, традиционно относящиеся к фондовому и кредитному секторам международного финансового рынка, как показано на рисунке 1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Место МДР в структуре международного финансового рынка

В силу наднационального характера функционирования МДР на определенном этапе его развития возникла необходимость в создании органов регулирования и контроля проводимых на нем операций. Эту роль стали выполнять неправительственные саморегулируемые профессиональные организации. Поскольку не существует официального межгосударственного регулятора МДР, его участники в процессе своей деятельности руководствуются правилами и нормами, разработанными организациями, объединяющими профессиональных участников МДР, на основе обобщения практического опыта проведения сделок и решения возникающих проблем с участием представителей различных стран. Хотя указанные нормы и правила носят в целом рекомендательный характер, участники МДР предпочитают их соблюдать.

В диссертации анализируется современное состояние и особенности структуры международного рынка долговых ценных бумаг. Хотя в совокупном объеме эмиссионного сегмента МДР 75% приходится на заемщиков из развитых стран мира, в объеме нетто-эмиссий в последние годы лидируют развивающиеся страны. Сравнительный анализ статистических данных по месту регистрации и по национальной принадлежности эмитентов позволил сделать вывод о том, что с целью эмиссии международных долговых ценных бумаг заемщики из

развивающихся стран и часть заемщиков из развитых стран регистрируют компании специального назначения на территории офшорных юрисдикций.

Для эмиссионного сегмента МДР характерен довольно высокий уровень страновой концентрации. 2/3 совокупной величины рынка сформированы десятью странами. А на три страны-лидера приходится почти 35% общего объема рынка. Анализ структуры эмиссионного сегмента МДР по типам функциональных эмитентов показывает, что около 75% величины находящихся в обращении ценных бумаг связано с банками и другими финансовыми организациями. В то же время по объему нетто-эмиссий лидируют нефинансовые организации.

В общем объеме эмиссионного сегмента МДР 96% составляют средне- и долгосрочные долговые инструменты в виде облигаций и нот. Среди долгосрочных долговых инструментов преобладают ценные бумаги с фиксированной ставкой купона (их доля составляет 72% от совокупного объема облигаций и нот). Анализ валютной структуры эмиссионных долговых инструментов показывает, что в настоящее время 4/5 приходится на две валюты - доллар и евро.

Сравнительный анализ объема находящихся в обращении внутренних и международных долговых ценных бумаг у стран, являющихся главными должниками мира, позволил выявить отсутствие единой картины и выделить несколько групп стран с разным соотношением величины непогашенных внутренних и внешних долговых ценных бумаг. У одной группы стран доминируют внешние долговые ценные бумаги, у другой – внутренние, в третьей группе соотношение примерно равное.

Анализ функционирования современного МДР позволил сделать вывод о том, что за последние 10-15 лет в структуре инвесторов, заинтересованных в покупке долговых ценных бумаг (как международных, так и внутренних), заметно возрос удельный вес институциональных инвесторов. В последнее время на фоне относительного уменьшения значения трансграничного банковского кредитования стали увеличиваться вложения в покупку долговых ценных бумаг, которые начали играть более важную роль по сравнению с акциями.

Значительный рост (в 4 раза) с начала 90-х годов XX в. размера активов под управлением институциональных инвесторов, существенное увеличение их доли в структуре глобального рынка долговых ценных бумаг означают, что в мировой экономике и мировых финансах происходит перемещение центра тяжести с одних групп инвесторов на другие группы. Постепенно менее значимой становится роль банков как традиционных портфельных инвесторов. В то же время возрастает значение разных небанковских финансовых институтов (институциональные

инвесторы около 90% своих совокупных активов вкладывают в покупку ценных бумаг). В структуре институциональных инвесторов возрастает удельный вес предприятий коллективных инвестиций, т.е. постепенно возрастает роль частного (розничного) инвестирования.

Анализ региональной структуры мирового рынка синдицированных кредитов (СК), являющихся основой неэмиссионного сегмента МДР, показывает, что 75% совокупного объема рынка приходится на страны Западной Европы и Северной Америки. На долю США приходится 50% совокупной величины глобального рынка СК. Около 83% совокупного объема составляет доля десяти стран-лидеров. Это отражает очень высокую степень концентрации на мировом рынке СК.

Анализ отраслевой структуры заемщиков показывает, что в совокупной величине неэмиссионного сегмента МДР 67% составляют заемщики, занимающиеся производством потребительских и промышленных непотребительских товаров, предоставлением различных услуг, а также финансовыми операциями, транспортом и энергоносителями. В отраслевой структуре глобального рынка СК следует отметить определенные региональные особенности. В странах Европы и в США лидируют заемщики, занимающиеся оказанием различных услуг, производством потребительских товаров и финансовыми операциями. В латиноамериканских странах лидируют производство сырья, материалов и энергоносителей. В АТР (без учета доли Японии) лидируют заемщики, связанные с финансовыми операциями.

Проведенный анализ состава главных организаторов СК на глобальном уровне показал, что 10 наиболее крупных ТНБ мира получают 40% величины комиссионных, выплачиваемых заемщиками всем организаторам СК. А доля трех лидеров по организации международных синдикаций в совокупной величине комиссионных составляет 18%. Из этого следует, что на данном сегменте МДР царит монополия небольшого числа наиболее крупных ТНБ мира.

В диссертации анализируется проблема реформы существующей системы присвоения международных кредитных рейтингов и делается вывод о том, что несмотря на предпринимаемые мировым сообществом попытки реформы системы присвоения международных кредитных рейтингов и ограничения монополии «большой тройки» международных рейтинговых агентств, реальных практических результатов пока еще достигнуть не удалось. В связи с этим международные инвесторы продолжают по установившейся традиции определять уровень кредитного риска, связанного с конкретным рыночным субъектом, на основе присвоенного ему «большой тройкой» международного кредитного

рейтинга. Поскольку кредитные рейтинги носят субъективный характер, международным инвесторам, по мнению диссертанта, следует уменьшить зависимость от существующих кредитных рейтингов при принятии инвестиционных решений, используя с этой целью альтернативные существующие варианты оценки финансового состояния и перспектив деятельности заемщика.

Третья глава посвящена инструментальному анализу МДР. В ней рассматривается отличие еврооблигаций от других видов долговых ценных бумаг (иностранных облигаций, внутренних облигаций), раскрывается специфика наиболее распространенных типов еврооблигаций, анализируются различия между современными разновидностями еврооблигаций – LPN (Loan Participation Notes) и CLN (Credit Linked Notes), а также рассматриваются особенности структурирования и подготовки выпусков еврооблигаций.

В качестве основного инструмента неэмиссионного сегмента МДР анализируются синдицированные кредиты. Рассматриваются их основные вариативные параметры (величина, срок, возможные схемы погашения, методика определения процентной ставки, виды обеспечения и т.д.), существующие разновидности синдикаций, участники синдикаций и их основные функции. Также подробно раскрываются вопросы практической организации и последующего администрирования СК.

В качестве одной из наиболее популярных форм краткосрочных заимствований на МДР рассматриваются евровекселя (ЕСР), представляющие собой краткосрочный необеспеченный долг в виде свободно обращающихся векселей на предъявителя, которые, как правило, размещаются с дисконтом среди институциональных инвесторов и не предусматривают выплату купонного дохода. Их выпускают преимущественно банки и компании с инвестиционным кредитным рейтингом.

Отдельный раздел посвящен конвертируемым облигациям (КО), которые в течение срока их обращения на определенных условиях могут быть обменяны их владельцем на простые акции эмитента. Эмитентами, как правило, являются банки и различные компании. Причем удельный вес банков за последние двадцать лет удвоился. Как правило, КО имеют сравнительно невысокую купонную ставку (на 1-3% ниже по сравнению с обычными облигациями). Это объясняется тем, что КО имеют дополнительную ценность в виде их обмена на акции эмитента, стоимость которых может вырасти в перспективе по мере развития бизнеса данного эмитента. КО являются инновационным «гибридным» инструментом МДР.

Наряду с традиционными инструментами МДР анализируется также такой инновационный инструмент, как секьюритизированные активы, т.е. эмиссии международных долговых ценных бумаг, обеспеченных различными видами доходных активов. Секьюритизацией доходных активов занимаются прежде всего банки, предоставляющие своим клиентам различные виды кредитов, и компании, имеющие дело с генерирующими платежи активами (например, ипотечные агентства, телекоммуникационные компании). В диссертации рассматриваются участники процесса подготовки сделки по секьюритизации активов и их основные функции, а также этапы ее практической реализации.

На основе инструментального анализа МДР в диссертации выделены общие и специфические характеристики основных и вспомогательных инструментов МДР, представленные в таблице 1.

Таблица 1 – Характеристика основных и вспомогательных инструментов МДР

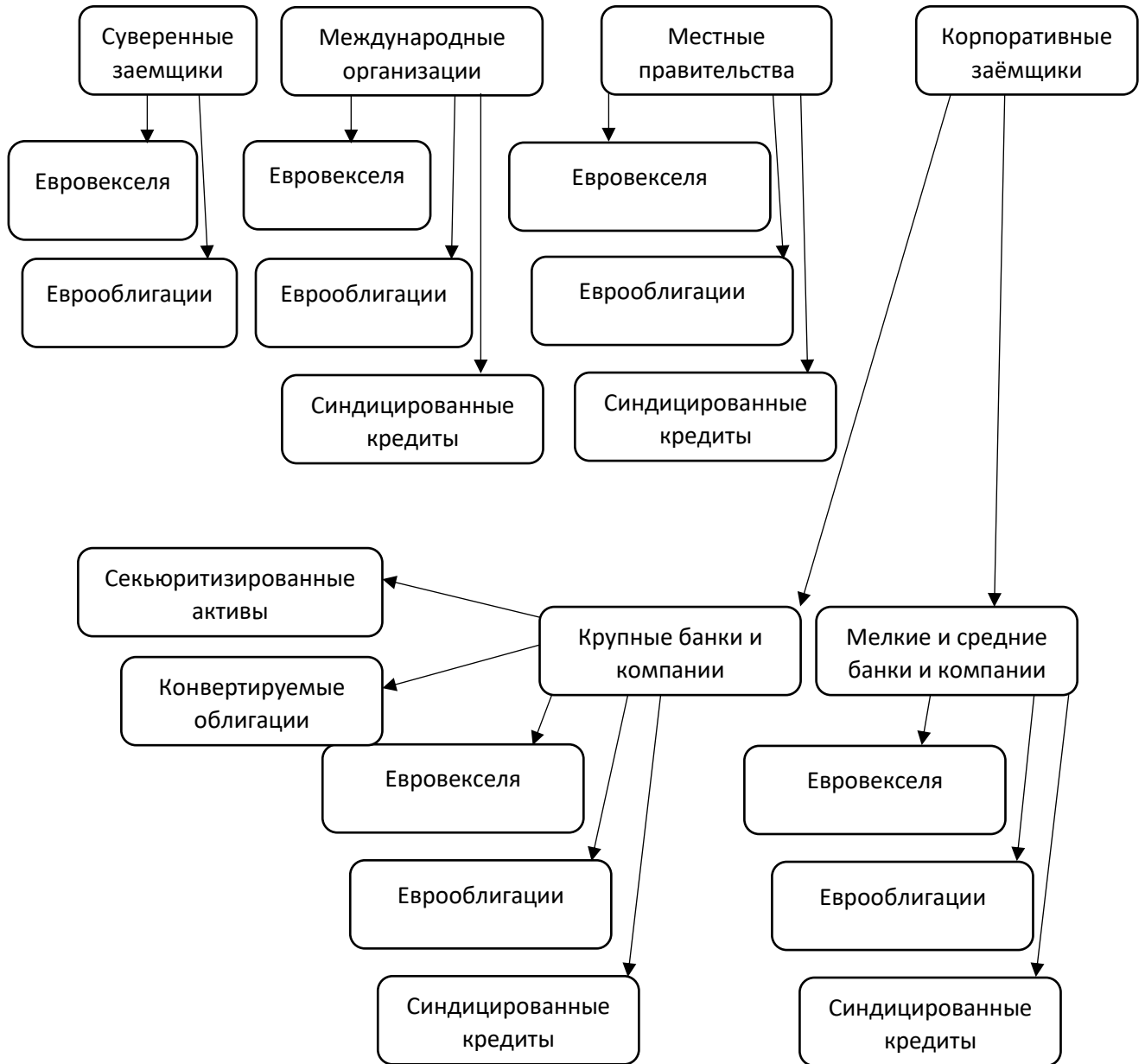
Инструмент	Еврооблигации	Синдицированные кредиты	Евровекселя	Конвертируемые облигации	Секьюритизированные активы
Категория инструмента	Основной	Основной	Вспомогательный	Вспомогательный	Вспомогательный
Эмитенты	Центральные и местные правительства; Международные организации; Банки и компании.	Банки и компании; Местные правительства; Международные организации.	Банки и компании; Правительства; Международные организации.	Банки и компании.	Банки и компании.
Инвесторы	Институциональные инвесторы; Банки; Правительства; Международные организации.	Банки; Институциональные инвесторы; Международные организации.	Институциональные инвесторы; Банки; Правительства; Международные организации.	Институциональные инвесторы; Банки.	Институциональные инвесторы; Банки
Организаторы сделок	Крупные ТНБ	Крупные ТНБ	Крупные ТНБ	Крупные ТНБ	Крупные ТНБ
Основная форма организации сделок и расчетов	Электронная	Электронная	Электронная	Электронная	Электронная

Продолжение таблицы 1

Плюсы для эмитента (заемщика)	Относительно низкая стоимость привлекаемых денежных ресурсов; Льготные требования к обеспечению; Упрощенная процедура выпуска листинга; Наличие стабильного и развитого рынка.	Относительно низкая стоимость привлекаемых денежных ресурсов; Возможность аккумулирования большого объема денежных средств; Гибкость и разнообразие организационной структуры; Относительная простота организации финансирования; Расширение существующей базы банков-партнеров; Развитие публичной кредитной истории и формирование международной деловой репутации.	Относительно низкая стоимость привлекаемых денежных ресурсов; Стабильное краткосрочное фондирование; Возможность пополнения оборотных средств и устранения риска дефицита ликвидности.	Низкая стоимость привлекаемых денежных ресурсов; Возможность обменять долговые обязательства на акции.	Низкая стоимость привлекаемых денежных ресурсов; Перенос кредитного риска по лежащим в основе секьюритизации активам на инвесторов.
Плюсы для инвестора (кредитора)	Предъявительская форма инструмента; Относительно высокая доходность; Возможность возврата денег в любой момент без потери процентов.	Диверсификация кредитного риска; Установление и развитие партнерских деловых отношений с заемщиком.	Относительно высокая доходность; Гибкость сроков погашения; Высокая ликвидность инструмента.	Гарантированный источник дохода; Источник дополнительного дохода в случае конвертации в акции.	Высокая надежность инструмента за счет обеспечения доходными активами; Гарантированный источник дохода.
Срок подготовки сделки	3-6 месяцев	1,5-2 месяца	1-2 месяца	4-6 месяцев	4-6 месяцев
Эмиссия в рамках спецпрограммы	Да	Нет	Да	Нет	Нет
Использование SPV	Да	Нет	Нет	Нет	Да
Специфика инструмента	Сильная зависимость от рыночной конъюнктуры; Широкий круг публичных инвесторов; Активный вторичный рынок.	Инструмент партнерства; Высокая степень устойчивости и стабильности рынка синдицированных кредитов; Относительно короткий срок подготовки сделки.	Неактивный вторичный рынок; Инвесторы держат еврокеселя до даты погашения.	Для обеспечения ликвидности требуются крупные эмиссии; Не подходит для мелких банков и компаний; Долгий срок подготовки сделки.	Неактивный вторичный рынок; Долгий срок подготовки сделки.

Источник: составлено автором.

На основе инструментального анализа МДР диссертантом составлена агрегированная схема использования основных и вспомогательных инструментов МДР различными типами эмитентов (заемщиков), представленная на рисунке 2.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Агрегированная схема использования основных и вспомогательных инструментов МДР различными типами эмитентов (заемщиков)

Для различных типов корпоративных заемщиков диссертантом разработан и предлагается следующий алгоритм стратегии работы на МДР. Крупным банкам и компаниям целесообразно начинать с организации синдицированных кредитов, затем осуществлять выпуск евровекселей и еврооблигаций. Далее по мере накопления практического опыта работы на МДР в качестве дополнительного источника денежных ресурсов можно использовать эмиссию конвертируемых облигаций. Если деятельность банка или компании связана с формированием значительного пула генерирующих доход активов, в качестве еще одного

дополнительного источника денежных ресурсов можно использовать механизм секьюритизации активов. Мелким и средним банкам и компаниям доступен ограниченный набор инструментов МДР. Для них оптимальной схемой работы на МДР представляется привлечение синдицированных кредитов. За этим может последовать выпуск евроексселей и эмиссия еврооблигаций в виде LPN (в меньшем объеме по сравнению с крупными банками и компаниями).

В четвертой главе анализируются наиболее существенные изменения на МДР за последние двадцать лет, определяются основные тенденции его развития, содержится прогноз относительно вероятного направления его дальнейшей эволюции. Анализ развития эмиссионного сегмента МДР позволяет сделать вывод о том, что оно является отражением основных трендов развития мировой экономики. До начала финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг. эмиссионный сегмент МДР развивался достаточно стабильно и поступательно. В результате кризиса в 2010-2011 гг. резко уменьшилась величина нетто-эмиссий. В 2012-2014 гг. была отмечена некоторая стабилизация (в 2014 г. объем нетто-эмиссий достиг показателей 2010 г.). Сложившаяся ситуация пошла на пользу развивающимся странам. В 2010-2014 гг. они смогли в 1,8 раза (до 12,5%) повысить свой удельный вес в структуре эмиссионного сегмента МДР в результате существенного увеличения размера нетто-эмиссий (почти в 1,7 раза).

На основе анализа развития эмиссионного сегмента МДР с точки зрения различных видов эмитентов отмечается интенсивный рост как совокупного объема, так и доли финансовых организаций. В 1994-2010 гг. объем непогашенных долговых ценных бумаг финансовых организаций увеличился в 25 раз. Однако с 2011 г. удельный вес финансовых организаций начал постепенно сокращаться, в то время как удельный вес нефинансовых организаций повысился на 4%. Это означает уменьшение интереса международных инвесторов к банковским ценным бумагам после кризиса 2008-2009 гг. и соответствующее повышение спроса на ценные бумаги предприятий реального сектора экономики и международных финансово-кредитных институтов.

С учетом страновых категорий лидирующие позиции на эмиссионном сегменте МДР занимают финансовые организации из развитых стран. В 1998-2010 гг. их удельный вес составлял в среднем 95%, а величина непогашенных ценных бумаг возросла на порядок. Однако с 2010 г. начинается уменьшение их стоимостного объема. За тот же период удельный вес финансовых организаций развивающихся стран повысился с 4,0% до 9,0%, а величина непогашенных международных долговых ценных бумаг данных эмитентов удвоилась. В первую

очередь это было связано с изменением роли финансовых организаций развитых и развивающихся стран в структуре нетто-эмиссий в указанный период. Если с 2011 г. по 2014 г. у развитых стран был отрицательный результат по нетто-эмиссиям, то финансовые организации развивающихся стран, напротив, в этот период демонстрировали стабильный рост. Этот факт свидетельствует о возрастании роли банков развивающихся стран на МДР в посткризисный период.

В отличие от финансовых организаций объем рынка находящихся в обращении международных долговых ценных бумаг нефинансовых организаций с 1998 г. по 2010 г. возрос не так значительно – в 3,5 раза. Здесь лидируют развитые страны. В 1998-2010 гг. их удельный вес составлял в среднем 88,5%. Аналогично ситуации с финансовыми организациями развитых стран с 2010 г. снижается доля непогашенных ценных бумаг нефинансовых организаций развитых стран, однако, в отличие от финансовых организаций, это происходит на фоне роста их стоимостного объема.

Анализ изменений на МДР по видам инструментов свидетельствует о серьезном доминировании на эмиссионном сегменте МДР средне- и долгосрочных долговых обязательств, а в структуре средне- и долгосрочных инструментов доминируют инструменты с фиксированной купонной ставкой. В 1998-2006 гг. их удельный вес сократился на 6% при увеличении в 1,4 раза доли долговых инструментов с переменной купонной ставкой, что было связано с готовностью инвесторов (в основном финансовых организаций) принять повышенный кредитный риск с целью получения повышенного дохода. Однако к 2014 г. произошло постепенное повышение их удельного веса как реакция инвесторов на высокую финансово-экономическую волатильность в глобальном масштабе в целях снижения уровня риска за счет покупки долговых обязательств с фиксированным купонным доходом.

Анализ валютной структуры эмиссионного сегмента МДР позволил выявить быстрый рост евро. В 1999-2011 гг. величина непогашенных нот и облигаций, номинированных в евро, увеличилась в 8 раз, превзойдя другие валюты. В 1999 г. в евро было номинировано около 29% непогашенных нот и облигаций, а в долларах – 47%. В 2003 г. доля евро впервые превысила долю доллара. До 2008 г. доля евро постоянно росла, однако затем она стала постепенно уменьшаться. Если перед кризисом международные кредиторы с большим оптимизмом относились к евро, то в посткризисный период они стали активнее приобретать ценные бумаги,

номинированные в долларах США, считая доллар более надежной валютой по сравнению с евро.

Анализ динамики и структуры международных синдицированных кредитов (СК), привлеченных в 1994-2012 гг. на основе национальной принадлежности заемщиков показывает, что их совокупный объем увеличился в 7,3 раза. В структуре СК главенствующее положение занимают заемщики из развитых стран. Однако в 2007-2012 гг. изменилось соотношение между заемщиками из развитых и развивающихся стран. На заемщиков из развитых стран в этот период приходилось около 80%, а на заемщиков из развивающихся стран – более 17%.

Хотя процесс диверсификации глобального рынка СК усиливается в результате активизации заемщиков из развивающихся стран, на глобальном рынке СК до сих пор отмечается достаточно высокая степень концентрации (на десять стран мира приходится 80% совокупного объема СК). В последнее время лидирующие позиции США на глобальном рынке СК сохранились, однако их удельный вес в общем объеме рынка международных СК в 1996-2012 гг. снизился на 15% до 46%. Кроме того, наблюдалась тенденция повышения удельного веса других стран, входящих в состав десятки лидеров, а также заметно увеличился объем СК, привлекаемых большим количеством стран.

В диссертации содержится прогнозный анализ развития современного МДР. По мнению диссертанта, развитие МДР в качестве составной части международного финансового рынка будет определяться в первую очередь магистральным направлением развития самого международного финансового рынка. В условиях финансово-экономической стабилизации будет увеличиваться объем операций на МДР. В кризисной ситуации на МДР возможна стагнация. При обострении кризиса возможно уменьшение объема операций на эмиссионном сегменте МДР.

Хотя доля банков и других финансовых институтов в структуре нетто-эмиссий и непогашенных ценных бумаг несколько уменьшилась в результате кризиса 2008-2009 гг., они будут сохранять доминирующее положение на МДР (около 75%). Финансовые институты играют роль главных заемщиков на МДР и определяют главные направления и тренды его эволюции. При финансово-экономической стабилизации в глобальном масштабе доля международных институтов в структуре эмиссионного сегмента МДР будет сокращаться. Нефинансовые институты могут несколько уменьшить величину нетто-эмиссий и более активно осуществлять заимствования на локальных финансовых рынках.

В связи с нестабильным состоянием финансовых институтов из развитых стран международные кредиторы будут приобретать ценные бумаги финансовых

институтов из развивающихся стран, так как они меньше пострадали в результате кризиса 2008-2009 гг. Вероятно, главными заемщиками будут страны Азиатско-Тихоокеанского региона (прежде всего КНР). Среди заемщиков из развитых стран свои лидирующие позиции на МДР могут укрепить нефинансовые институты. На фоне финансово-экономической волатильности в глобальном масштабе ценные бумаги крупных и надежных компаний с международными инвестиционными кредитными рейтингами могут пользоваться повышенным спросом у международных кредиторов.

На неэмиссионном сегменте МДР и в дальнейшем будет сохраняться доминирующее положение заемщиков из развитых стран. В то же время, основываясь на динамике эволюции рынка международных СК с 2007 г., можно прогнозировать уменьшение доли заемщиков из развитых стран и соответствующее повышение удельного веса заемщиков из развивающихся стран. В структуре заемщиков из развивающихся стран основной объем СК в ближайшее время будет приходиться на страны Азии и Европы.

В течение нескольких ближайших лет на МДР вероятнее всего сохранится достаточно высокий уровень ликвидности в результате финансовой поддержки, оказываемой центральными банками местным финансовым институтам. В результате этого повышенным спросом со стороны международных кредиторов могут пользоваться ценные бумаги со сроками погашения, превышающими 10 лет.

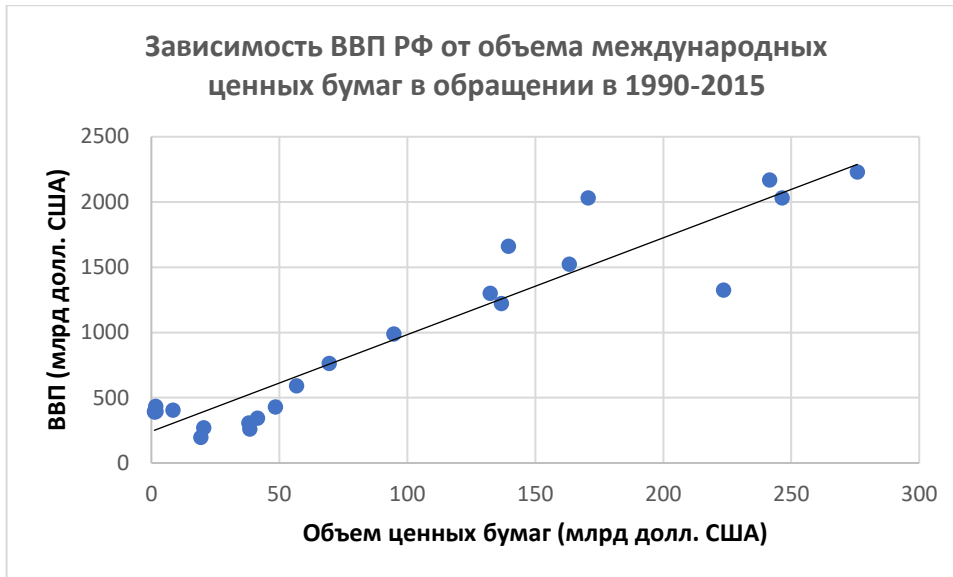
Хотя в валютной структуре эмиссионного сегмента МДР безусловно сохранится доминирующее положение доллара и евро, в то же время с учетом новых тенденций развития МДР можно прогнозировать некоторое возрастание доли национальных валют (в первую очередь юаня). Включение юаня в состав валютной корзины СДР может стимулировать рост количества и размера эмиссий номинированных в юанях еврооблигаций. Можно прогнозировать также увеличение количества выпусков сравнительно новых долговых инструментов типа «социально ответственных инвестиций» (socially responsible investing – SRI). В ближайшей перспективе возможен также рост эмиссий исламских облигаций сукук. По мнению диссертанта, востребованными также будут долговые ценные бумаги, связанные с уровнем инфляции (Inflation Linked Notes). Возможно, на МДР появится новый долговой инструмент – солидарно выпущенные странами еврозоны «Общие облигации» (Common Bonds).

В инфраструктуре МДР ожидается более активное использование электронных форм платежей и расчетов по торговым операциям на первичном и вторичном рынке, а подготовка и согласование юридической документации при

подготовке сделок на МДР будут проходить преимущественно в электронном виде. В последнее время национальные регуляторы стали обращать больше внимания на необходимость более эффективного контроля и надзора за состоянием внебиржевой торговли современными долговыми инструментами, которая осуществляется в электронном виде. В связи с этим на ближайшую перспективу на МДР можно прогнозировать усиление интернационализации контроля за внебиржевой торговлей и более тесное взаимодействие национальных регуляторов с компаниями, связанными с разработкой программного обеспечения и обслуживанием электронных торговых систем, через которые будет осуществляться купля-продажа различных долговых инструментов.

Отдельный раздел диссертации посвящен эконометрическому анализу основных показателей МДР с целью оценки их влияния на величину ВВП. Для выявления наличия или отсутствия закономерностей на первом этапе исследования диссертантом был проведен анализ корреляционной зависимости величины ВВП от ключевых показателей МДР по отдельным странам мира. В качестве ключевых были выбраны величина внешнего долга и объем непогашенных международных долговых ценных бумаг, поскольку эти показатели относятся к числу базовых, характеризующих положение страны на МДР, а также по этим показателям доступна достоверная статистика за достаточно продолжительный период времени (в среднем около 15 лет), что делает корреляционный анализ более аподиктическим.

Проведенный анализ показал, что для всех исследуемых стран, за исключением Японии, характерно наличие сильной или очень сильной связи между изменениями ВВП и внешнего долга. Исследуемая связь имеет прямой характер, т.е. увеличение внешнего долга тесно связано с ростом ВВП. Более детальный корреляционно-регрессионный анализ был проведен диссертантом в отношении России как участника МДР. На основе проведенного анализа был сделан вывод о том, что наиболее сильная корреляционная связь существует между ВВП и такими переменными, как внешний долг и международные долговые ценные бумаги в обращении, что отражено на рисунке 3.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Зависимость ВВП РФ от объема международных ценных бумаг в обращении

Достаточно сильная связь существует также с показателями международные синдицированные кредиты и брутто-эмиссии международных долговых ценных бумаг. Связь ВВП с показателем нетто-эмиссии международных долговых ценных бумаг можно определить как умеренную или заметную (в зависимости от периода расчетов).

Чтобы сопоставить российскую ситуацию с общемировой, был проведен аналогичный двухэтапный анализ корреляционной зависимости аналогичных показателей МДР (за исключением внешнего долга). Анализ корреляционных матриц показал, что ситуация в России близка к общемировой: в мире в целом независимо от периода расчета наиболее сильная корреляционная связь существует между ВВП и международными долговыми ценными бумагами в обращении. Чуть более сильной, чем в России, является связь между ВВП и брутто-эмиссиями международных долговых ценных бумаг. Достаточно сильная связь существует также с показателем «международные синдицированные кредиты». Связь ВВП с показателем нетто-эмиссии международных долговых ценных бумаг можно определить как слабую или умеренную (в зависимости от периода расчетов).

Для сравнения выявленных диссертантом закономерностей с основными тенденциями мировой экономики был проведен парный корреляционно-регрессионный анализ. На основе проведенного анализа рассмотренные показатели МДР по степени влияния на общемировой ВВП были проранжированы следующим образом:

1. Объем международных синдицированных кредитов
2. Брутто-эмиссии международных долговых ценных бумаг
3. Объем ценных бумаг в обращении

Следовательно, выявленные диссертантом закономерности соответствуют общемировым тенденциям – как и в России, в мире в целом наиболее эффективно стимулируют рост ВВП международные синдицированные кредиты и брутто-эмиссии международных долговых ценных бумаг.

В заключительной главе анализируется роль России на современном МДР. Одним из важнейших источников зарубежных денежных средств для России стали эмиссии еврооблигаций на МДР. В ноябре 1996 г. были выпущены первые еврооблигации (1 млрд долл. с погашением через 5 лет). Затем последовали выпуски еврооблигаций, номинированных в немецких марках, долларах США и итальянских лирах, и со сроками погашения от 5 до 10 лет. В 1996-1998 гг. было размещено семь выпусков суверенных еврооблигаций.

После августа 1998 г. новые суверенные еврооблигации не эмитировались. В 2000-2008 гг. экономика страны развивалась относительно устойчиво. Из-за улучшения макроэкономической ситуации не было необходимости осуществлять внешние заимствования с помощью эмиссии еврооблигаций. Отсутствие России в качестве суверенного заемщика на МДР было компенсировано бурным ростом внешних заимствований российского корпоративного сектора, начавшегося с середины первого десятилетия XXI в. С января 2005 г. по январь 2014 г. (до начала кризиса на Украине) объем внешнего долга российских банков и компаний увеличился в 6 раз.

Рост корпоративного внешнего долга происходил на фоне заметного сокращения государственного внешнего долга (в 1998-2008 гг. он уменьшился более чем в 5 раз). Однако в разгар финансово-экономического кризиса в 2009 г. он снова начал расти. Правительством РФ был выбран вариант стабилизации госбюджета с помощью внешних источников финансирования. Главным инструментом стали еврооблигации. В 2010-2013 гг. Россия выпускала суверенные еврооблигации, номинированные в долларах, евро и рублях, со сроками погашения от 5 до 30 лет.

В результате обострения геополитической ситуации в связи с событиями на Украине в 2014 г. была осуществлена корректировка внешнедолговой политики РФ. Центр тяжести сместился в сторону внутреннего рынка, и текущие финансовые и экономические проблемы стали решаться с помощью внутренних резервов.

Россия в качестве суверенного заемщика вернулась на МДР в мае 2016 г., разместив 10-летние еврооблигации на сумму 1,75 млрд долл. США. Подготовка этого выпуска была связана с большим напряжением сил и значительной степенью неопределенности относительно результатов размещения в связи с неформальным давлением, которое было оказано на потенциальных участников банковского синдиката со стороны руководства США и стран Евросоюза.

В целом с точки зрения долговой устойчивости Россия по сравнению с главными должниками мира находится в лучшем положении. Пропорция между совокупным размером внешнего долга и величиной ВВП (немного выше 30%) соответствует промежуточному состоянию между низкой и средней степенью риска. Кроме того, совокупный внешний долг на 3/4 покрыт величиной международных резервов страны, что существенно превышает аналогичный показатель у других стран-лидеров по величине совокупного внешнего долга.

Формально государственный внешний долг России составляет около 3% ВВП страны, однако объем реального суверенного внешнедолгового бремени намного выше с учетом квазисуверенного долга (примерно 16-17% ВВП страны). В этом случае объем суверенного внешнего долга возрастает до 19-20% ВВП.

Несмотря на приемлемые в целом показатели внешнедолговой устойчивости, большой удельный вес внешнего долга компаний и банков является достаточно серьезной проблемой для руководства страны при проведении независимой внешней политики, приоритетом которой являются национальные интересы. Чем больше размер совокупной внешней задолженности, тем выше степень зависимости страны от международных кредиторов и уровень кредитного риска, осложняющий реализацию текущих социально-экономических планов. Для сравнения: в развитых странах мира в структуре внешнего долга доля корпоративного сектора составляет в среднем 60-65%). Хотя в 2014-2016 гг. он сократился на 26,5% (или почти на 173 млрд долл.), тем не менее корпоративный внешнедолговой «навес» остается весьма значительным. Из-за невозможности на гарантированной основе рефинансировать внешний долг в иностранной валюте с помощью внешнего финансирования компании и банки ищут альтернативные источники финансирования на локальном рынке. В результате начинаются колебания курса национальной валюты, что приводит в итоге к дестабилизации ситуации в финансово-экономической сфере.

В диссертации рассматриваются особенности использования различных инструментов МДР российскими эмитентами и заемщиками. Одним из таких инструментов являются еврооблигации. В начале 2016 г. в обращении находились

еврооблигации корпоративных, суверенных и муниципальных российских эмитентов на сумму 184,4 млрд долл. США. В обращении находилось 17 выпусков суверенных еврооблигаций с разными сроками погашения (14 – в долларах, 1 – в евро, 2 – в рублях) на общую сумму около 37 млрд долл. США. Максимальный срок погашения – 30 лет.

По мнению диссертанта, решение о новых эмиссиях суверенных еврооблигаций будет зависеть от особенностей текущей геополитической ситуации. Если России удастся поддерживать рабочие отношения с США и их союзниками, Россия сможет продолжать работать на МДР в качестве полноценного суверенного заемщика. В то же время обострение отношений России с США и странами Евросоюза может создать серьезные проблемы для правительства РФ в области привлечения денежных средств на МДР на приемлемых условиях. В случае неблагоприятного развития ситуации на МДР правительство РФ будет вынуждено мобилизовывать денежные средства на локальном финансовом рынке. Это может привести к ухудшению условий внутреннего финансирования для российских компаний и банков.

Российским корпоративным заемщикам следует воспользоваться преимуществами внешнего фондирования с учетом срока погашения, объема и стоимости привлекаемых денежных средств. Компании и банки, находящиеся в санкционном списке, вероятно, будут осваивать новые источники внешнего фондирования с упором на страны Восточной Азии и арабские страны. Помимо этого, возможен рост числа частных корпоративных эмиссий, ориентированных на тех международных кредиторов, которые не связаны с внешними санкциями и могут работать с российскими компаниями и банками.

Однако следует иметь в виду, что восточные инвесторы не смогут в полном объеме заменить традиционных для России инвесторов из стран Западной Европы и США. Это связано с рядом причин. Во-первых, западные инвестиции – это прежде всего негосударственные инвестиции, денежные средства многочисленных частных инвесторов. В связи с этим имеется возможность в короткие сроки мобилизовать большой объем денежных ресурсов. На востоке в качестве основного источника инвестиций рассматривается Китай, где финансовые ресурсы сосредоточены в государственных банках и строго контролируются органами государственного управления. Любые расходы, связанные с покупкой долговых ценных бумаг российских эмитентов, потребуют длительных многоступенчатых согласований на различных уровнях без гарантии окончательного положительного решения.

Во-вторых, в ближайшее время Китаю самому потребуются деньги для решения острых внутренних проблем, связанных с нестабильным финансово-экономическим положением. В этой ситуации вряд ли стоит ожидать крупномасштабных вложений в российские долговые обязательства. Тем более что последние несколько лет Китай является одним из главных заемщиков на МДР.

В-третьих, Китай не захочет портить отношения с США и странами Евросоюза из-за активного кредитования российских заемщиков, хотя формально он и не присоединялся к режиму антироссийских санкций. По некоторым сообщениям в средствах массовой информации, российские банки и компании и так уже сталкиваются с определенными проблемами при взаимодействии со своими китайскими партнерами. В лучшем случае китайская сторона будет вкладывать деньги в совместные с Россией проекты, в реализации и финансировании которых будет заинтересован в первую очередь сам Китай.

Если рассматривать в качестве альтернативных потенциальных инвесторов арабские страны (прежде всего Кувейт, Катар, ОАЭ и Саудовскую Аравию), то в настоящее время уровень межгосударственного финансово-экономического и политического сотрудничества России с этими странами не настолько высок и отношения не настолько близки, чтобы можно было ожидать активного участия местных инвесторов в покупке российских долговых обязательств.

Таким образом, в ближайшей перспективе российские компании и банки, не включенные в санкционный список, будут в основном работать с кредиторами из США и стран Западной Европы. Однако текущая геополитическая ситуация требует освоения новых направлений внешнего финансирования с целью диверсификации источников внешнего фондирования. КНР, Сингапур, Гонконг, арабские страны в перспективе могут стать альтернативными источниками внешнего фондирования для российских заемщиков.

Вероятно, в условиях антироссийских внешних санкций более активно будут проявлять себя кредиторы-нерезиденты, связанные с капиталом, ранее выведенным из России. Покупка международных долговых ценных бумаг, гарантированных российским правительством, российскими банками или компаниями, может стать для них эффективным инвестиционным инструментом, позволяющим снизить риск «замораживания» российских денежных средств на зарубежных банковских счетах и вложить их в международный финансовый инструмент, имеющий более низкий уровень странового риска (в отличие от покупки ценных бумаг, эмитированных на российском фондовом рынке).

В настоящее время текущая ситуация на МДР достаточно благоприятна, учитывая наличие большого объема временно свободных денежных средств у

международных кредиторов и их желание принимать на себя кредитный риск заемщиков из развивающихся стран с целью получения повышенного дохода. В связи с этим российским компаниям и банкам следует продолжать использовать данный источник внешнего финансирования. Это даст возможность частично облегчить финансовую нагрузку российского правительства, на которое в условиях внешних санкций легла главная обязанность по финансированию экономики.

В диссертации содержатся практические рекомендации потенциальным российским заемщикам, планирующим работать на МДР. Эти рекомендации касаются правильного выбора ведущего менеджера (организатора) дебютного выпуска, валютного сегмента рынка, оптимального объема эмиссии, срока обращения долговых обязательств и др. Наряду с этим диссертант разработал алгоритм выхода на МДР, направленный на оптимизацию организационного процесса подготовки дебютной сделки и экономию необходимых для этого ресурсов, представленный в таблице 2.

Таблица 2 – Алгоритм выхода на МДР, направленный на оптимизацию процесса подготовки дебютной сделки

Наименование подэтапа	Содержание работ	Примерные сроки	Участники работ	Результаты работ
Подбор рейтингового агентства.	Проведение предварительных переговоров	1 неделя	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Руководство российского эмитента; ▪ Соответствующие службы российского эмитента (юридическая и др.); ▪ Сотрудники рейтинговых агентств. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Согласование условий и сроков сотрудничества; ▪ Предварительное получение анкеты обследования (до подписания договора).
Письменные ответы на вопросы рейтингового агентства, подписание договора.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Подготовка письменных ответов на вопросы анкеты. ▪ Согласование и подписание договора. 	3-4 недели (зависит от скорости подготовки российским эмитентом ответов на полученные вопросы).	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Соответствующие службы российского эмитента (юридическая и др.); ▪ Сотрудники рейтингового агентства. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Предоставление первоначальной информации рейтинговому агентству; ▪ Подписание официального договора.
Официальное обследование российского эмитента рейтинговым агентством.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Беседы аналитиков рейтингового агентства с топ-менеджерами и руководителями соответствующих подразделений российского эмитента. ▪ Интервью аналитиков рейтингового агентства с внешним аудитором. 	1-2 дня	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Топ-менеджеры российского эмитента; ▪ Руководители подразделений российского эмитента; ▪ Представители компании – внешнего аудитора; ▪ Сотрудники рейтингового агентства. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Официальное начало работ по обследованию российского эмитента рейтинговым агентством; ▪ Предоставление рейтинговому агентству необходимой исходной информации для анализа.

Продолжение таблицы 2

Обработка и анализ предоставленной российской эмитентом информации.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Обработка и анализ полученной информации сотрудниками рейтингового агентства. ▪ Подготовка проекта рейтингового отчета. 	6-8 недель	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Аналитики рейтингового агентства; ▪ Топ-менеджеры российского эмитента; ▪ Руководители подразделений российского эмитента. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Подготовка проекта рейтингового отчета.
Согласование рейтингового отчета.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ознакомление руководства российского эмитента с проектом рейтингового отчета. ▪ Обсуждение и согласование спорных вопросов отчета. 	1 неделя	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Аналитики рейтингового агентства; ▪ Соответствующие службы российского эмитента (юридическая и др.); ▪ Топ-менеджеры российского эмитента. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Корректировка рейтингового отчета.
Официальное присвоение рейтинга.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Утверждение проекта рейтингового отчета Рейтинговым комитетом агентства. ▪ Официальное присвоение рейтинга российскому эмитенту. 	1 неделя	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Сотрудники рейтингового агентства; ▪ Руководство российского эмитента. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Официальное присвоение рейтинга.
ИТОГО: предполагаемая продолжительность первого этапа работ – 3-4 месяца.				
Подготовка размещения долговых обязательств российского эмитента.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Подписание «мандатного письма». ▪ Обсуждение плана действий и структурирование сделки. ▪ Подписание договора с международной юридической фирмой. ▪ Выбор эмиссионного и платежного агента. ▪ Предоставление необходимой информации о российском эмитенте организатору размещения и проведение due diligence. ▪ Определение сроков roadshow. ▪ Начало подготовки организатором размещения Проспекта эмиссии. ▪ Подготовка юридической фирмой проектов необходимых документов. 	4-8 недель	<ul style="list-style-type: none"> • Организатор размещения; ▪ Руководство российского эмитента; ▪ Соответствующие службы российского эмитента (юридическая, бухгалтерская и др.). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Разработка структуры сделки; ▪ Проведение комплекса предварительных работ по размещению первого транша долговых обязательств.

Продолжение таблицы 2

Завершение комплекса подготовительных работ по размещению дебютного транша.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Завершение работы над Проспектом эмиссии. ▪ Подготовка roadshow. ▪ Создание специального посредника-нерезидента (в случае необходимости). ▪ Завершение работы по подготовке юридических документов. ▪ Окончательное согласование графика roadshow. 	4–6 недель	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Организатор размещения; ▪ Соответствующие службы банка (юридическая и др.). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Готовность российского эмитента к размещению долговых обязательств дебютного транша.
Размещение дебютного выпуска долговых обязательств российского эмитента за рубежом.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Проведение за границей roadshow дебютного выпуска. ▪ Вывод обязательств на МДР, прием заявок от инвесторов. ▪ Получение денежных средств. 	2-3 недели	<ul style="list-style-type: none"> • Соответствующие службы российского эмитента (юридическая и др.); • Организатор размещения; • Руководство российского эмитента. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Получение несвязанных финансовых ресурсов.
Размещение второго и последующих траншей долговых обязательств российского эмитента.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Мониторинг текущей рыночной конъюнктуры. ▪ Принятие решения о размещении. ▪ Проведение размещения. ▪ Получение денежных средств. 	2-3 недели для каждого транша	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Соответствующие службы российского эмитента (юридическая и др.); ▪ Организатор размещения; ▪ Руководство российского эмитента. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Получение несвязанных финансовых ресурсов.
ИТОГО: предполагаемая продолжительность второго этапа работ – 3-4 месяца.				

Источник: составлено автором.

В заключении подведены итоги научного исследования, связанного с изучением теоретических и практических аспектов функционирования современного международного долгового рынка.

III ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенного диссертационного исследования разработана концепция современного международного долгового рынка, включая определение, терминологию, организационно-институциональную инфраструктуру и инструментальную базу. Результаты исследования внедрены в практику работы ряда российских банков и компаний, а также в науку и учебный процесс.

Содержащиеся в диссертации практические рекомендации и алгоритм выхода на МДР, основанные на анализе особенностей его функционирования, могут быть использованы теми потенциальными российскими заемщиками и эмитентами, которые планируют эффективно и целенаправленно работать на современном МДР

на систематической основе. Выявленные особенности подготовки дебютной сделки на современном МДР призваны помочь российским эмитентам избежать основных типовых ошибок, профессионально подготовить намеченную сделку и сэкономить силы, время и денежные средства.

Основные положения диссертации, раскрывающие современный механизм функционирования МДР, а также тенденции, проблемы и перспективы его развития, могут быть использованы при разработке и практической реализации стратегии и тактики внешних заимствований России, а также при формировании прогнозов социально-экономического развития страны. Теоретические выводы и практические рекомендации диссертации могут найти применение в дальнейших научных исследованиях проблемы глобализации долга в мировой экономике, вопросов теории и практики внешнего долгового финансирования, а также могут быть использованы соответствующими российскими федеральными органами исполнительной власти и организациями, отвечающими за управление внешним долгом страны, при разработке и практической реализации внешнедолговой политики.

IV СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Монографии и главы в монографиях:

1. Балюк, И.А. Основные инструменты международного рынка долгового финансирования: монография / И.А. Балюк. – LAP Lambert Academic Publishing, 2014. – 220 с. (13,75 п.л.).
2. Balyuk, I.A. Global Finance: View from Russia [Мировые финансы: Взгляд из России]: монография / I.A. Balyuk, S.A. Andryushin, V.K. Pospelov, etc. Ed. Prof. I. Yarygina. - M.: Financial University under the Government of the Russian Federation, 2014. – 104 p. (6,5 / 0,6 п.л.).
3. Balyuk, I.A. Debt Capital Market (Russian Experience) [Рынок долгового капитала (Российский опыт)]: монография / I.A. Balyuk. - Lambert Academic Publishing, 2014. – 161 p. (10,0 п.л.).
4. Балюк, И.А. Международное долговое финансирование: основные формы и механизмы: монография / И.А. Балюк. – М.: КНОРУС, 2018. – 188 с. (12,0 п.л.).

Публикации в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России:

5. Балюк, И.А. Рынок облигаций в КНР / И.А. Балюк // Проблемы Дальнего Востока. - 1996. - № 6. – С. 88-95. (0,8 п.л.).
6. Балюк, И.А. Рынок деривативов в России / И.А. Балюк // Банковские услуги. – 2014. - №4. - С. 11-16. (0,75 п.л.).
7. Балюк, И.А. Использование национальных валют во внешнеторговых расчетах / И.А. Балюк // Вестник Финансового университета. - 2015. - №5 (89). - С. 127-133. (0,88 п.л.).

8. Балюк, И.А. Россия на международном долговом рынке: современное состояние и финансовые риски / И.А. Балюк // Экономика. Налоги. Право. – 2016. - Том 9. - №3. - С. 26-33. (0,9 п.л.).
9. Балюк, И.А. О возможности использования конвертируемых облигаций российскими эмитентами для привлечения внешнего финансирования / И.А. Балюк // Финансовый менеджмент. – 2016. - №3. - С. 73-81. (0,75 п.л.).
10. Балюк, И.А. Евровекселя как один из источников международного фондирования для российских компаний и банков / И.А. Балюк // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2016. - №3. - С. 3-10. (0,7 п.л.).
11. Балюк, И.А. Структура и основные тенденции развития современного мирового фондового рынка / И.А. Балюк // Научное обозрение: теория и практика. – 2016. - №5. - С. 45-53. (0,8 п.л.).
12. Балюк, И.А. Государственная поддержка экспортно-ориентированных компаний в условиях санкций и валютных взлетов / И.А. Балюк // Экономика. Налоги. Право. – 2016. Том 9. - №4. - С. 79-86. (0,9 п.л.).
13. Балюк, И.А. Мировой рынок синдицированных кредитов: современное состояние, структура и тенденции развития / И.А. Балюк // Вестник Финансового университета. - 2016. Том 20. - №4. - С. 98-104. (0,75 п.л.).
14. Балюк, И.А. Современное состояние и особенности структуры международного рынка долговых ценных бумаг / И.А. Балюк // Финансы. – 2016. - №9. – С. 54-59. (0,75 п.л.).
15. Балюк, И.А. О проблеме регулирования суверенной внешней задолженности / И.А. Балюк // Сибирская финансовая школа. – 2016. - №4. - С. 68-73. (0,66 п.л.).
16. Балюк, И.А. Перспективы развития международного долгового рынка / И.А. Балюк // Экономический журнал. – 2016. - №3 (43). – С. 143-156. (0,88 п.л.).
17. Балюк, И.А. Международный долговой рынок: современное состояние и тенденции развития / И.А. Балюк // Экономическое возрождение России. – 2016. - №4 (50). - С. 85-93. (0,9 п.л.).
18. Балюк, И.А. О проблеме роста внешней задолженности в условиях глобализации мировой экономики / И.А. Балюк // Финансовый журнал. - 2016. - №5 (33). - С. 75-81. (0,6 п.л.).
19. Балюк, И.А. Проблемы управления современным международным долговым рынком / И.А. Балюк // Финансовый менеджмент. – 2016. - №6. - С. 129-137. (0,9 п.л.).
20. Балюк, И.А. Можно ли изменить существующую систему присвоения международных кредитных рейтингов? / И.А. Балюк // Общество и экономика. – 2016. - №11. - С. 54-61. (0,5 п.л.).
21. Балюк, И.А. Международный долговой рынок: современное состояние и тенденции развития / И.А. Балюк // ЭТАП: Экономическая Теория, Анализ, Практика. – 2016. - №5. - С. 25-36. (1,0 п.л.).
22. Балюк, И.А. О повышении роли институциональных инвесторов в функционировании современного международного рынка долговых ценных бумаг / И.А. Балюк // Экономика образования. – 2016. - №6 (97). – С. 78-90. (0,9 п.л.).
23. Балюк И.А. Суверенные долги на международном финансовом рынке / И.А. Балюк // Мир новой экономики. – 2016. - №4. – С. 90-97. (1,0 п.л.).
24. Балюк, И.А. Россия в системе мировых финансов / И.А. Балюк // Российский внешнеэкономический вестник. – 2016. - №12. – С. 90-103. (1,0 п.л.).
25. Балюк, И.А. Об идентификации внутреннего и внешнего долга / И.А. Балюк // Общество и экономика. – 2017. - №1. - С. 92-102. (1,1 п.л.).
26. Балюк, И.А. Тенденции развития международного рынка долговых ценных бумаг / И.А. Балюк // Вестник Финансового университета. - 2017. – Том 21. - №2. - С. 69-81. (1,6 п.л.).

Публикации в других научных изданиях:

27. Балюк, И.А. Внешний долг России: тенденции и перспективы / И.А. Балюк // Финансы, деньги, инвестиции. – 2014. - №2 (50). - С. 3-6. (0,5 п.л.).
28. Балюк, И.А. Банковские системы на постсоветском пространстве / И.А. Балюк // Национальный Банковский Журнал (NBJ). – 2014. - №7 (122). - С. 18-22. (0,6 п.л.).
29. Балюк, И.А. Евровекселя как альтернативный источник финансирования для российских кредитных организаций / И.А. Балюк // Национальный Банковский Журнал (NBJ). – 2014. - №11 (126). - С. 68-70. (0,4 п.л.).
30. Балюк, И.А. Синдикация как удобный и востребованный инструмент / И.А. Балюк // Национальный Банковский Журнал (NBJ). – 2015. - №3 (131). - С. 88-90. (0,4 п.л.).
31. Балюк, И.А. Какое влияние оказывает корпоративная внешняя задолженность на динамику курса рубля? / И.А. Балюк // Национальный Банковский Журнал (NBJ). – 2015. - №3 (131). - С. 92-94. (0,4 п.л.).
32. Балюк, И.А. Существует ли сегодня альтернатива «большой тройке» международных рейтинговых агентств? / И.А. Балюк // Национальный Банковский Журнал (NBJ). – 2015. - №7 (135). - С. 58-61. (0,45 п.л.).
33. Балюк, И.А. Рынок еврооблигаций: между прошлым и будущим / И.А. Балюк // Национальный Банковский Журнал (NBJ). – 2016. - №8 (149). - С. 22-25. (0,5 п.л.).
34. Балюк, И.А. Использование национальных валют во внешнеторговых расчетах: предпосылки, ограничения, перспективы / И.А. Балюк // Актуальные проблемы развития международных валютных, кредитных, финансовых отношений в условиях глобализации и регионализации: сборник научных статей международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы развития международных валютных, кредитных, финансовых отношений в условиях глобализации и регионализации» (Москва, 27 октября 2015 г.); под ред. Е.А. Звоновой. - М.: Финансовый университет, 2016. – 264 с. (16,5 / 0,3 п.л.).
35. Balyuk, I.A. Prospects of Russia's Integration into the Global Financial System [Перспективы интеграции России в мировую финансовую систему] / I.A. Balyuk // Developing Financial Markets in International Integration Context [Развитие финансовых рынков в условиях международной интеграции]: сборник научных статей международной конференции (Ханой, 28 октября 2016 г.). - Hanoi, Dan Tri Publishing House, 2016. – 516 с. (32,25 / 1,5 п.л.).
36. Балюк, И.А. В вопросе интеграции в мировую финансовую систему России следует переходить к «национальному прагматизму» / И.А. Балюк // Национальный Банковский Журнал (NBJ). – 2016. - №11 (152). - С. 12-15. (0,5 п.л.).
37. Балюк, И.А. Изменится ли вектор внешнего финансирования России в условиях западных санкций? / И.А. Балюк // Национальный Банковский Журнал (NBJ). – 2017. - № 2 (156). - С. 16-19. (0,5 п.л.).
38. Балюк, И.А. Особенности развития современного международного валютного рынка / И.А. Балюк // Национальный Банковский Журнал (NBJ). – 2017. - № 5 (159). - С. 20-25. (0,7 п.л.).
39. Балюк, И.А. Долг платежом красен / И.А. Балюк // Национальный Банковский Журнал (NBJ). – 2017. - № 11 (165). - С. 54-58. (0,5 п.л.).