

На правах рукописи

Переход Сергей Александрович

ОЦЕНКА РИСКОВ ВНЕШНЕГО КОРПОРАТИВНОГО ДОЛГА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Столяров Андрей Иванович,
кандидат экономических наук, доцент

Москва – 2025

Диссертация выполнена в ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики».

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 ученые степени кандидата наук, ученые 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 состоятся 17 сентября 2025 г. в 15:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.116 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, ауд. 406.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Рубцов Б.Б., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Криничанский К.В., д.э.н., доцент;
ученый секретарь – Панова С.А., д.техн.н., доцент;

члены диссертационного совета:
Алифанова Е.Н., д.э.н., профессор;
Евлахова Ю.С., д.э.н., профессор;
Ершов М.В., д.э.н.

Автореферат диссертации разослан 26 июня 2025 г.

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.116

С.А. Панова

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Для многих стран привлечение иностранного капитала из-за рубежа является важным фактором роста ВВП и развития финансового рынка. Особую роль играют заимствования частных компаний. Однако чрезмерный рост внешнего долга порождает риски дефолтов и угрозу валютных кризисов. Проблема внешнего корпоративного долга носит универсальный характер и имеет значение как для рынков развивающихся, так и развитых стран. Санкции, введенные против России в 2022 г., привели к изоляции российских компаний от международного рынка капиталов, соответственно, перестали действовать рыночные закономерности со всеми их положительными и отрицательными проявлениями. Однако важно понимать, как проблема внешней корпоративной задолженности влияла на российские компании и российскую экономику до санкций, учитывая, что при нормализации геополитической обстановки рыночные закономерности снова начнут действовать. Тем более, вопросы рисков, связанных с внешним корпоративным долгом, представляют научную проблему для всех стран.

Российский рынок характеризуется высокой частотой шоков – событий, приводящих к сбоям или прекращению функционирования части финансового рынка и, в частности, существенной волатильности цен, снижению ликвидности активов. Продолжительное влияние шока приводит к возникновению финансового стресса и нарушению финансовой стабильности. Существенным фактором внешних шоков для российского рынка являются международные санкции, которые значительно уменьшили способность привлечения капитала российскими эмитентами уже после введения первых ограничений в 2014-2015 гг. Начало Специальной военной операции в феврале 2022 г. и последующие санкции привели к полному прекращению доступа на рынки капитала развитых страна и трансформации внешнего корпоративного долга. Российские эмитенты еврооблигаций начали обслуживать валютные обязательства в рублях.

Ряд финансовых шоков ставит под угрозу возможность стабильного развития финансового рынка России. Согласно Указу Президента «О Стратегии экономической безопасности России на период до 2030 г.» одной из ключевых угроз является «подверженность финансовой системы глобальным рискам», что в значимой мере зависит от долговой устойчивости национальных компаний, и, в частности, госкомпаний – организаций с высокой долей государственной собственности в акционерном капитале (пакет – 50% + 1 акция).

В работе ставится несколько исследовательских вопросов. Какие существуют риски внешнего корпоративного долга для финансовой стабильности? Могут ли

компаниям наращивать долг, чтобы его риски не привели к валютному кризису? Каковы безопасные уровни внешнего корпоративного долга? Как должен развиваться долговой рынок в условиях санкций, учитывая острую необходимость наращивания инвестиций? В работе анализируются последствия ряда кризисов и сделаны рекомендации развития инструментов обеспечения стабильности российского финансового рынка и рынков развивающихся стран, сталкивающихся с подобными вызовами, а также риск-менеджмента внутри компаний с учетом западных санкций 2022-2024 гг.

Цель исследования – разработка системы оценки влияния рисков внешнего корпоративного долга на стабильность финансового рынка.

Для достижения поставленной цели сформулированы следующие **задачи**:

- 1) провести анализ тенденций развития финансового рынка, в части российских внешних и внутренних корпоративных обязательств. Исследовать существующие подходы в области оценки рисков и предотвращения кризисов внешнего корпоративного долга;
- 2) идентифицировать наиболее уязвимую группу компаний с государственным участием к внешним шокам и количественно измерить влияние их долговой устойчивости на заемную активность остальных эмитентов на внешних рынках;
- 3) выявить фундаментальные факторы, определяющие изменение нагрузки по внешнему корпоративному долгу;
- 4) разработать метод классификации корпоративной нагрузки по внешнему долгу для выработки мер обеспечения стабильности финансового рынка регулирующими органами России и развивающихся стран;
- 5) провести компаративный анализ внешней корпоративной долговой нагрузки ряда развитых и развивающихся стран;
- 6) разработать методику трансформации внешнего корпоративного долга через инструменты внутреннего финансового рынка.

Объект исследования - рыночный портфель внешнего долга российских компаний, включающий еврооблигации, задолженность по кредитам перед нерезидентами, а также локальные облигации, выпущенные в иностранной валюте.

Предметом исследования является влияние уровня внешнего корпоративного долга на стабильность финансового рынка.

Область исследования диссертации соответствует п. 22. «Финансовые инструменты и операции с ними», п. 24. «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков», п. 25. «Кризисы на финансовых рынках, их причины, последствия и возможности

предотвращения» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Степень разработанности темы исследования. Вопросам развития финансового и, в частности, долгового рынка посвящен ряд работ, многие из них послужили основополагающими источниками для диссертации. Совокупное информационное поле состоит из более 150 работ с периодом публикаций с 1950 года по 2024 год. Исследованием проблем рынка внешних облигационных займов занимались такие ученые, как: Аганбегян А.Г., Хейфец Б.А., Пороховский А.А., Донец С.А., Шабалин А.О., Балюк И.А. Среди иностранных ученых можно выделить: Cecchetti S., Mohanty M., Zampolli F., Chui M., Kuruc E., Turner F., Drehmann M., Juselius M., Rogoff K.

Весомый вклад в изучении кризисов на финансовом рынке внесли: Миркин Я.М., Гурвич Е.Т., Прилепский И.В., Джагитян Э.П., Синяков А., Кадомцева С.В., Израелян М. А., Омельченко А.Н., Хрусталеv Е.Ю., Солнцев О.Г., Столбов М.И., Мамонов М.Е., Трунин П.В., Каменских М.В. В работах иностранных ученых: Minsky H., Ekpu V., Freixas X., Laeven L., Peydro J. L., Shin H., Sutherland D., Hoeller P.

Вопросы регулирования валютного рынка были изучены следующими экономистами: Андрианов В. Д., Божечкова А.В., Булатов А.С., Горюнов Е.Л., Ершов М.В., Кадочников П.А., Кнобель А.Ю., Красавина Л.Н., Оболенский В.П., Пахомов А.А. В работах иностранных ученых: Kregel J., Binici M., Hutchison M., Schindler M., Domar E., Erten B., Ocampo J.A., Johnson L., Magud N., Reinhart C.

Исследованием рисков рынка долговых ценных бумаг занимались: Алешина А.В., Сигалова О.М., Гайдукова Л.А., Берзон Н.И., Карминский А.М., Теплова Т.В. В работах иностранных ученых: Adrian T., Brunnermeier M., Crosbie P., Bohn J., Ebner A., Kealhofer S., Kocsis Z., Monostori Z., Myhre A.

Методология и методы исследования. Теоретической и методологической основой исследования послужили научные труды отечественных и зарубежных ученых по вопросам оценки рынка долговых ценных бумаг, кризисов на финансовом рынке и регулирования валютного рынка. Для целей исследования и тестирования поставленных гипотез применялись следующие методы: классификация, аналогия, логическое моделирование, исторический и компаративные подходы. В расчетной части использовались методы многофакторного регрессионного (далее – МНК) и корреляционного анализа, а также анализ панельных данных (МНК, модель с фиксированными эффектами). Использовался графический и сравнительный инструментарий. Большинство расчетов выполнялось в программной среде Stata 14.2, сбор и обработка данных в Microsoft Excel.

Теоретическая значимость работы. В работе исследуются эффекты ряда мировых и российских кризисов за 2006-2022 гг., а именно трансмиссию шоков на финансовый рынок через канал внешнего долга компаний, адаптация и развитие теоретических методов к российской специфике. Более ранние исследования шоков не позволяли выявить закономерности, в том числе из-за короткого периода наблюдения. Дополнительно, автор вносит свой вклад в изучение влияния эффекта не имеющих аналогов в истории международных антироссийских санкций, выработки механизмов их сглаживания.

Практическая значимость работы. Результаты могут быть использованы Министерством финансов Российской Федерации и Банком России, а также финансовыми регуляторами других развивающихся стран для контроля рисков внешнего долга и развития методов обеспечения стабильности финансового рынка. Основные положения работы могут быть использованы в учебных курсах вузов: «Финансовые рынки», «Рынок ценных бумаг», «Международные валютно-кредитные отношения», «Международные экономические отношения».

Информационной базой исследования послужили данные Банка России, откуда были взяты объемы долга, объемы оттока капитала, объем активов компаний из статистики международной инвестиционной позиции, объем золотовалютных резервов. Из информационного терминала Bloomberg получены балансовые показатели компаний, динамика ставки Libor, курса рубля к доллару, динамика индекса ICE BofA US Corporate Index Total Return, цена на нефть, премии по кредитно-дефолтным свопам России и компаний, кредитные рейтинги компаний агентств Standard and Poor's и Moody's, индексы финансовых условий. Из базы Cbonds получены данные индекса российских еврооблигаций Euro-Cbonds IG Russia. С сайта агентства АКРА получены данные индекса финансового стресса. Из базы данных МВФ получены данные по объему экспорта. Данные объема внешнего корпоративного долга получены на сайтах национальных центральных банков. Используемая выборка представляет информацию с IV квартала 2002 г. по I квартал 2022 г. Данные для международных сопоставлений уровней внешнего долга были получены из базы Банка международных расчетов.

Научная новизна исследования заключается в разработке подхода к оценке рисков внешнего корпоративного долга России, позволяющего дополнить инструменты обеспечения стабильности финансового рынка. Результаты исследования нашли свое отражение в следующих элементах научной новизны:

1) В теоретической части получено несколько результатов: описан механизм формирования финансового шока и построен когнитивный граф его влияния на вероятность дефолта компаний по внешнему долгу. Сформулированы группы рисков через канал внешнего долга для стабильности финансового рынка (рецессия в

ведущих экономиках мира, негативные эффекты протекционизма, расширение вторичных антироссийских санкций, замедление экономики и долговой кризис в Китае, жесткая денежно-кредитная политика в развитых экономиках), определены их характерные особенности. Сформулировано определение долговой устойчивости в контексте обеспечения стабильности финансового рынка. Введено понятие «опциона господдержки», эффект которого проявляется в более рискованной заемной политике системно значимых компаний, из-за уверенности в поддержке со стороны государства исходя из принципа «too big to fail».

2) Выявлено влияние финансового состояния отдельных банков и предприятий с государственным участием на заемную активность остальных эмитентов на внешних рынках. Доказано, что ключевыми метриками для госбанков являются: кредитный рейтинг – имеет положительное влияние на рост совокупного внешнего долга банков, а увеличение премии по кредитному дефолтному свопу (далее – CDS) приводит к снижению долга. Для нефинансовых госкомпаний: при росте премии по CDS растет и долг всех компаний, а при росте коэффициента обслуживания долга (далее – DSR) – совокупный долг снижается. Мониторинг данных показателей позволит предотвратить кризис на валютном рынке.

3) Оценено влияние фундаментальных факторов макроуровня на динамику соотношения объема внешнего корпоративного долга к экспорту товаров и услуг. В частности, показано, что наибольшее влияние оказывает цена на нефть, международная процентная ставка LIBOR в долларах США, санкции, объем иностранных активов компаний, экспорт капитала из России и волатильность курса рубля. Показан страновой кредитный риск для России в кварталы финансовых шоков (по данным за 2006-2022 гг.): премия CDS увеличивалась в среднем на 162 базисных пункта (далее – б.п.), а спред доходности корпоративных еврооблигаций расширялся на 150 б.п.

Примечание – Спред доходности рассчитывался как разница между доходностью Euro-Cbonds IG Russia и ICE BofA US Corporate Index в исследуемый период 2006-2022 гг.

4) Разработанным методом «debt shock-limit» определено пороговое значение совокупного внешнего корпоративного долга, после которого наблюдается финансовый шок на рынке и растет вероятность «страхования» государственными резервами (опцион господдержки). Выявлено наличие порогового уровня нагрузки по внешнему корпоративному долгу, выше которого на финансовом рынке наблюдаются признаки шока – соотношения внешнего корпоративного долга к квартальному экспорту 4,3. Уровни риска можно классифицировать следующим образом: низкий $< 2,58$; $2,58 < \text{средний} < 4,3$; высокий $> 4,3$. Это позволило определить безопасный

уровень заимствований. Проведено сопоставление уровня долга России с 13 странами.

5) Изучено влияние финансовых шоков на нагрузку корпоративного сектора по внешнему долгу (внешний корпоративный долг к квартальному экспорту) и проведена авторская классификация по уровням за период 2006-2022 гг.: > 10: Норвегия, Канада, Австралия; > 5: Бразилия, Турция, Чили, ЮАР; < 5: Малайзия (3,22), Колумбия (4,49), Мексика (2,33), Чехия (2,57), Польша (3,61), Россия (3,34). Обнаружены значительные различия в реакциях стран на финансовые шоки: в развитых экономиках уровень корпоративной нагрузки по внешнему долгу снижается в ответ на финансовые шоки (Норвегия и Канада), а в развивающихся наблюдается его увеличение (Бразилия и Турция); волатильность доходов от экспорта влияет на способность стран справляться с шоками: ряд стран-экспортеров сырья (Норвегия, Австралия и ЮАР) демонстрируют устойчивость экспорта и сохранение финансовой стабильности, в то время как другие страны (Турция и Чили) сталкиваются с ростом нагрузки по внешнему корпоративному долгу.

6) Выявлены значимые факторы для трансформации внешнего долга и притока инвестиций на внутренний корпоративный облигационный рынок: установлено, что покупка облигаций кредитными организациями увеличивает объем новых выпусков (рост баланса на 1 млрд руб. увеличивает объем новых корпоративных облигаций на 22 процентных пункта (далее – п.п.), при росте депозитов физических лиц на 1 млрд руб. объем новых размещений снижается на 5 п.п.), а сигнализирование Министерства финансов – размещения на новых аукционах облигаций федерального займа (далее – ОФЗ) на 1 млрд руб. увеличивает зависимую переменную на 13 п.п. Доказано, что использование эмиссионных возможностей Банка России и формирование инвестиционных предпочтений для снижения оттока капитала (рост оттока на 1 млрд руб. уменьшает объем новых выпусков на 9 п.п.) способствуют перенаправлению капитала в корпоративные облигации.

Положения, выносимые на защиту:

1) Введено понятие долговой устойчивости корпоративного сектора в контексте обеспечения стабильности финансового рынка – состояние платежеспособности системно значимых компаний в периоды финансовых шоков, во время которых они обеспечены резервами или без существенного объема рефинансирования на финансовых рынках могут исполнять свои обязательства в ранее запланированные сроки, сохраняя стабильный кредитный рейтинг (С. 22).

2) Доказано, что группа компаний с государственным участием оказывает значительное влияние на объем долга банковского и нефинансового секторов рынка, что несет риски кризиса для всего финансового рынка. Выявлены взаимосвязи между показателями долговой устойчивости отдельных компаний и объемом совокупного

внешнего корпоративного долга: для банков – кредитный рейтинг (повышение уровня рейтинга приводит к накоплению долга) и CDS (рост премий CDS снижает объем долга); для нефинансовых предприятий – коэффициент обслуживания долга (его рост снижает внешний долг нефинансового сектора), кредитный рейтинг (повышение рейтинга приводит к снижению долга) и CDS (рост премий CDS приводит к росту долга) (С. 62-65).

3) Выявлено влияние следующих факторов на динамику внешнего корпоративного долга (debtexp): цены на нефть, международной процентной ставки LIBOR в долларах США, странового риска, объема иностранных активов российских компаний, объема экспорта капитала и курса рубля к доллару США (С. 84-91).

4) Разработан метод «debt shock-limit» оценки динамики российского внешнего корпоративного долга по уровням риска долговой нагрузки (соотношение внешнего долга к экспорту): низкий $< 2,58$; $2,58 < \text{средний} < 4,3$; высокий $> 4,3$. На основе выделенных значимых показателей при определении границ устойчивости рынка к финансовому стрессу предложен авторский подход, основанный на интерпретации результатов описательных статистик. Идентифицирован исторический пороговый уровень нагрузки по внешнему корпоративному долгу (соотношение долга к квартальному экспорту) – 4,3, после превышения которого на российском финансовом рынке наблюдались признаки шока (С. 90-92).

5) Выявлено, что уровень внешней долговой нагрузки в странах с развитыми экономиками, таких как Норвегия, Канада и Австралия, значительно превышает аналогичные показатели в развивающихся странах, в частности Бразилии, Турции и Южной Африки. Однако, несмотря на высокую долговую нагрузку, эти страны демонстрируют устойчивость к финансовым шокам, в то время как в ряде развивающихся стран наблюдается увеличение долговой нагрузки в ответ на кризисы – волатильность доходов от экспорта является критическим фактором, в свою очередь страны с более стабильными экономиками показывают меньшую чувствительность к внешним шокам (С. 92-95).

6) Оценен потенциал инвестиций для трансформации внешнего долга через инструменты внутреннего финансового рынка: анализ показал наличие потенциала 6,5 трлн руб. для замещения внешнего долга. Это может быть достигнуто за счет перераспределения части банковских вкладов, дестимулирования оттока капитала, финансирования проектных облигаций институтами развития, привлечения капитала из дружественных стран и легализации криптовалют (С. 95-109).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования.

Достоверность результатов проведенного исследования подтверждается использованием в качестве теоретической, методологической и информационной

базы научных трудов российских и зарубежных авторов в области изучения влияния шоков на финансовый рынок организациями, положений действующей нормативно-правовой базы, корректным применением в работе актуальных научных методов исследования.

Основные положения и результаты исследования, сформированные в диссертации, прошли апробацию, доложены и получили одобрение на научно-практических конференциях: на Международной конференции «Модели государственного и корпоративного управления: традиции и перспективы» (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 1-2 декабря 2017 г.); на Международной конференции «Государственное управление и развитие России: национальные цели и институты» (Москва, РАНХиГС, 20-24 мая 2019 г.); на Международной конференции «Государственное управление и развитие России: глобальные угрозы и структурные изменения» (Москва, РАНХиГС, 18-22 мая 2020 г.); на IV Российском экономическом конгрессе (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 21-25 декабря 2020 г.); на Международной конференции «Государственное управление и развитие России: проектирование будущего» (Москва, РАНХиГС, 17-21 мая 2021 г.); на Московском академическом экономическом форуме (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 26-27 мая 2021 г.); на Международной конференции «Россия в глобальной экономике: новые вызовы и угрозы» (Москва, Институт экономики РАН, 25 ноября 2021 г.); на IV Международной конференции «Трансформация финансовых рынков и финансовых систем в условиях цифровой экономики» (Москва, Финансовый университет, 20-21 октября 2022 г.); на Международной конференции «Ломоносовские чтения» (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 11 апреля 2023 г.); на Международной конференции «Государственное управление в новых геополитических и геоэкономических условиях» (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 29 ноября 2023 г.); на Международной научной конференции «VI Ливенцевские чтения «Современная система международных экономических отношений: между глобализацией и фрагментацией» (Москва, МГИМО, 23-24 ноября 2023 г.); на VI Международной конференции «Трансформация финансовых рынков и финансовых систем в условиях цифровой экономики» (Москва, Финансовый университет, 24-25 октября 2024 г.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности Центра рыночного синдицирования АО «Газпромбанк», в частности применяются результаты эконометрических моделей анализа и их интерпретации при подготовке аналитики рынка еврооблигаций российского и международного рынков. По материалам исследования внедрены разработанные в диссертации подходы по оценке уровней нагрузки по внешнему долгу для снижения рисков дефолта и дефицита валютной

ликвидности. Выводы и основные положения диссертации используются в практической работе Банка АО «Газпромбанк» и способствуют снижению кредитных рисков эмитентов облигаций.

Результаты работы внедрены в учебный процесс и используются Кафедрой финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебной дисциплины «Финансовые рынки» для направления подготовки бакалавриата 38.04.01 «Экономика» профиля «Государственный финансовый контроль».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и выводы проведенного исследования нашли свое отражение в 11 публикациях общим объемом 7,46 п.л. (авторский объем – 5,81 п.л.), в том числе 6 работ общим объемом 5,34 п.л. (авторский объем – 3,69 п.л.) опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России. Все публикации по теме диссертации.

Структура и объем диссертации определены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 139 наименований и 4 приложений. Текст диссертации изложен на 146 страницах, содержит 30 таблиц, 29 рисунков, 15 формул.

II Основное содержание работы

Первая группа проблем связана с исследованием влияния внешнего долга госкомпаний на стабильность финансового рынка. Возникновение рисков объясняется тем, что компании извлекают прибыль от использования заимствованных средств, но во время финансового стресса государство вынуждено тратить суверенные резервы на спасение их от дефолта. Это позволяет выдвинуть предложение о существовании эффекта «опциона господдержки», который проявляется в более рискованной заемной активности системно значимых компаний, так как они уверены в том, что их поддержат из-за принципа «too big to fail». «Страхование» проявляется в виде госгарантий, в форме прямого предоставления ликвидности: прямое рефинансирование, докапитализация, РЕПО, валютные интервенции.

Чтобы исследовать данный эффект, была собрана квартальная статистика динамики объема долгов с I кв. 2006 г. по III кв. 2019 г. Анализ показал, что частные компании активно наращивали долги в период I кв. 2006 г. – III кв. 2008 г. (среднеквартальный темп роста — 18,6%), но значительно сокращали их в кризисы:

IV кв. 2008 г. – IV кв. 2009 г. (-2,0%) и I кв. 2015 г. – I кв. 2016 г. (-1,9%) из-за ухудшения условий заимствований и девальвации рубля. В то же время госкомпании даже в кризисные периоды продолжали наращивать долги: в IV кв. 2008 г. – IV кв. 2009 г. их темп роста составил 0,67%, а в период I кв. 2010 г. – IV кв. 2014 г. — 4,4%, что значительно опережало динамику частных компаний (0,2%). В период санкций I кв. 2015 г. – I кв. 2016 г. частные компании сокращали долги в 2 раза быстрее (-1,9% против -0,8% у госкомпаний), что подтверждает их ограниченный доступ к ресурсам по сравнению с государственными. В таблице 1 показана совокупная разница прироста внешнего долга за период I кв. 2006 г. – II кв. 2014 г., которая составила 25,7%, что подтверждает эффект «опциона господдержки». После 2014 г. компании переориентировались на внутренний долговой рынок, но госкомпании сохраняли преимущество благодаря государственной поддержке, что особенно заметно в период II кв. 2016 г. – III кв. 2019 г., когда их долг замещался внутренними ресурсами быстрее (-2,4%), чем у частных компаний (-0,1%).

Таблица 1 – Среднеквартальные изменения долга по периодам роста и падения ВВП

Периоды	Рост I кв. 2006 г. - III кв. 2008 г.	Спад IV кв. 2008 г. – IV кв. 2009 г.	Рост I кв. 2010 г. – IV кв. 2014 г.	Спад I кв. 2015 г. – I кв. 2016 г.	Рост II кв. 2016 г. – III кв. 2019 г.
Номер периодов	1	2	3	4	5
Темпы роста частного долга, в процентах	18,59	-2,0	0,19	-1,86	0,11
Частные компании: накопленный долг за период, млн долл.	239 855	-31 620	10 863	-25 933	-4076
Темпы роста долга госкомпаний, в процентах	10,04	0,67	4,35	-0,8	-2,44
Госкомпании: накопленный долг за период, млн долл.	77 233	4384	117 564	-9 374	-74337

Источник: составлено автором по материалам (Чистая позиция по внешнему долгу Российской Федерации / Центральный банк Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течении суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/debt_sector/61debt_sector_20.xlsx (дата обращения: 05.01.2025)).

Существование эффекта «опциона господдержки» из-за наличия квазигосударственного долга потребовало построить эконометрическую модель, которая бы помогла оценить характер влияния микроэкономических показателей отдельных компаний с государственным участием, которые в наибольшей степени подвержены санкционным рискам, на заемную активность всего сектора (предполагается, что относительно небольшая доля компаний определяет динамику всего долга). Для этого была сформирована репрезентативная выборка банков (ВЭБ, Сбербанк, ВТБ, Россельхозбанк, Газпромбанк – охватывает 27,5% долга) и

нефинансовых компаний (Газпром, Роснефть, Интер РАО, РусГидро, РЖД – охватывает 20,1% долга) с наибольшим объемом внешнего долга и высокой вероятностью господдержки при временной их финансовой неплатежеспособности, вызванной вышеперечисленными рисками. Методом наименьших квадратов выявлена зависимость накопления долга от микро- и макроэкономических факторов, которые разделены как для каждой организации, так и отдельно по секторам. Полный набор переменных приведен в таблице 2. Проверяются следующие гипотезы:

H1: Уровень совокупной долговой нагрузки компаний с государственным участием является значимым фактором влияния на внешний долг всего корпоративного сектора;

H2: Рост риска дефолта (понижение кредитного рейтинга и/или рост премии CDS) компаний с государственным участием приводит к снижению внешнего долга всего корпоративного сектора.

Таблица 2 – Набор переменных модели и их описательная статистика

Факторы	Обозначение	Мера	Mean	S.D.	Min	Max	Переменная
Внешний долг банков	bdebt	млрд долл.	130,86	46,991	71,18	214,39	Y1
Внешний долг предприятий	cdebt	млрд долл.	343,84	40,428	287,50	450,56	Y2
Коэффициент обслуживания долга банков	bdsr	пункты	0,360	0,765	-3,878	2,238	X1
Кредитный рейтинг банков	brating	единицы	0,993	0,031	0,718	0,999	X2
CDS банков	bcds5y	пункты	320,99	418,39	73,2	4034,3	X3
Коэффициент обслуживания долга предприятий	cdsr	пункты	25,411	82,272	-16,21	719,02	X4
Кредитный рейтинг предприятий	crating	единицы	0,992	0,312	0,718	0,999	X5
CDS предприятий	ccds5y	пункты	305,81	198	77,470	1963	X6
Иностранные активы банков	bassets	млрд долл.	204,05	32,853	157,77	288,67	X7
Иностранные активы предприятий	cassets	млрд долл.	256,14	61,516	145,63	350,47	X8
Объем резервов Банка России	reser	млрд долл.	486,44	73,496	356,36	630,62	X9
Сальдо платежного баланса России	pbalance	млрд долл.	16,550	15,240	-17,79	70,907	X10
Экспорт товаров и услуг	export	млрд долл.	126,3	26,6	81,9	175,71	X11
PMI России	pmi	пункты	50,002	3,412	31,3	55,3	X12
S&P GS Commodity Index	GSCI	пункты	506,83	130,53	257,04	758,79	X13
Индекс агентства АКРА	acra	пункты	1,234	1,295	0,285	8,770	X14
Долларовая ставка LIBOR	libor	в процентах	1,181	0,770	0,237	3,005	X15
Темпы роста ВВП	GDP_growth	в процентах	0,019	0,029	-0,078	0,105	X16
Изменение курса рубля к доллару	USDRUB	руб.	0,024	0,090	-0,121	0,377	X17
Ставка Банка России	RUBrate	в процентах	8,378	2,852	4,25	20	X18
Индекс корпоративных облигаций	CBI	пункты	163,85	46,146	100	240,16	X19
Объем рублевых корпоративных облигаций	RubMark	трлн руб.	8747	4638	2598	17571	X20

Источник: составлено автором по материалам (Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течении суток. – Текст : электронный. – URL : https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm (дата обращения: 05.07.2024)).

Было построено 4 модели зависимости объема внешнего корпоративного долга от микро- и фундаментальных переменных на макроуровне. В базовых моделях набор переменных группировался по отраслевой специфике (предполагалось, что индекс

финансового стресса Аналитического кредитного рейтингового агентства (далее – АКРА) более значим для банков, в свою очередь, объем экспорта товаров и услуг более значим для нефинансовых предприятий). После исключения избыточных переменных, в таблице 3 приведены основные модели 2 и 4.

Таблица 3 – Оценка значимости параметров модели

Факторы	1	2	3	4
	bank debt	bank debt	corp debt	corp debt
N_bdsr	-0,00329	0,0226	-0,0632	-0,25**
-	(0,0298)	(0,0758)	(0,0992)	(0,115)
N_rating	-0,0191	0,813*	-0,180***	-0,160***
-	(0,186)	(0,475)	(0,0516)	(0,0512)
N_cds5y	-0,205** (0,0792)	-0,840*** (0,153)	0,112 (0,129)	0,398*** (0,111)
N_bassets	0,698***	0,885***	-0,000981	-
-	(0,0224)	(0,0380)	(0,0198)	-
N_pbalance	-0,180***	-	-0,549***	-0,760***
-	(0,0293)	-	(0,0813)	(0,0788)
N_libor	0,0281 (0,0179)	-	-0,0285 (0,0418)	-
N_RUBrate	-0,181***	0,369***	-0,246	-
-	(0,0602)	(0,0764)	(0,149)	-
N_CBI	-0,505** (0,227)	-	-1,076* (0,573)	-
N_RubMark	-0,0288 (0,226)	-	0,841 (0,606)	-
N_reser	0,0610	-	0,380***	-
-	(0,0438)	-	(0,0536)	-
N_GSCI	0,420***	0,958***	-	-
-	(0,0638)	(0,0568)	-	-
N_acra	0,200*** (0,0525)	-	-	-
N_USDRUB_ch	-	-	0,208*** (0,0570)	0,275*** (0,0676)
N_pmi	-	-	-0,405*** (0,0856)	-0,317*** (0,0929)
N_GDP_growth	-	-	-0,518*** (0,0895)	-
Constant	0,334***	-0,349***	1,097***	0,584***
-	(0,0447)	(0,0774)	(0,117)	(0,0821)
Observations	245	245	245	245
R-squared	0,979	0,845	0,596	0,465
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1				

Источник: составлено автором по материалам (Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течении суток. – Текст : электронный. – URL : https://www.cbr.ru/statistics/Macro_itm (дата обращения: 05.07.2024)).

В модели долга банков (bdebt) значимыми переменными стали:

- на 1% уровне: кредитно-дефолтный своп, объем иностранных активов, рублевая ставка Банка России, индекс сырьевых товаров;
- на 10% уровне: кредитный рейтинг;

Незначимым оказался коэффициент обслуживания долга. В модели долга предприятий (cdebt) значимыми переменными стали:

- на 1% уровне: кредитный рейтинг, кредитно-дефолтный своп, величина платежного баланса, характеризующего приток иностранной валюты, изменение курса рубля, индекс деловой активности PMI;
- на 10% уровне: коэффициент обслуживания долга.

Значимость коэффициента обслуживания долга (dsr) подтвердилась только для

нефинансовых компаний, выявлено, что при росте долговой нагрузки госкомпаний на 1 п.п. – совокупный долг снижается на 4 п.п. Это частично подтвердило гипотезу H1. Кредитный рейтинг (rating) значим в обоих случаях, однако его действие разнонаправлено. Что касается банков, то эта переменная в модели имеет положительное влияние – при снижении вероятности дефолта (повышения рейтинга) на 1 уровень (в диапазоне BB-B) одного банка из выборки долг растет на 2,9 млрд долл. США, что можно объяснить их посреднической функцией – объем внешнего долга растет по мере роста кредитоспособности финансовых организаций. В свою очередь снижение вероятности дефолта (повышение рейтинга) одного предприятия из выборки на 1 уровень (в диапазоне BB-B) снижает долг на 0,9 млрд долл. США, что подтверждает экономическую логику – при снижении долга повышается кредитоспособность, при этом изменение рейтинга в менее устойчивых компаниях ведет к большей чувствительности изменения долговой нагрузки. Подобный эффект подтверждает и значимость кредитно-дефолтного свопа (cds5y) для предприятий – при росте долга на 1 п.п., растет и премия по CDS на 21 б.п. Однако влияние CDS банков имеет отрицательный эффект – при снижении долга на 1 п.п. премия растет на 17,1 б.п. Одно из объяснений такого эффекта, возможно, связано с влиянием антироссийских санкций (безсанкционный период всего 1/3 выборки) которые способствовали росту премий даже в условиях снижения долга. Таким образом, значимость рейтинга отдельных госкомпаний на совокупный долг подтверждает гипотезу H2. Стоит отметить аномальное положительное влияние рублевой ставки на рост внешнего долга - в рыночных условиях рост внутренней ставки должен создавать обратные стимулы. Однако, в случае с Россией произошло наложение двух циклов: Банк России твердо следовал политике таргетирования инфляции, что в итоге снизило ставки, а с другой – санкции вынудили сокращать внешний долг. Предполагается, что такой эффект может продолжиться вместе с дальнейшим сокращением долга, а позже ослабнет. Автором составлено итоговое уравнение (1) влияния отдельных характеристик банков и фундаментальных переменных на макроуровне на величину совокупного внешнего долга банковского сектора (i – номер банка, t – номер квартала)

$$Y1_{it} = -0,349 + 0,0226 \times X1_{it} + 0,0813 \times X2_{it} + 0,885 \times X7_{it} + 0,369 \times X18_{it} + \\ + 0,958 \times X13_{it} - 0,840 \times X3_{it}, \quad (1)$$

где $Y1$ – Внешний долг банков;
 $X1$ – Коэффициент обслуживания долга банков;
 $X2$ – Кредитный рейтинг банков;

X7 – Иностранные активы банков;
 X18 – Ключевая ставка Банка России;
 X13 – S&P GS Commodity Index;
 X3 – Кредитно-дефолтный своп банков.

Итоговое уравнение (2) влияния микрохарактеристик нефинансовых предприятий и фундаментальных переменных на макроуровне на величину совокупного внешнего долга нефинансового сектора имеет следующий вид (i – номер предприятия, t – номер квартала)

$$Y2_{it} = 0,584 - 0,25 \times X4_{it} - 0,016 \times X5_{it} + 0,275 \times X17_{it} + \\ + 0,398 \times X6_{it} - 0,317 \times X3_{it} - 0,76 \times X10_{it}, \quad (2)$$

где $Y2$ – Внешний долг банков;
 $X4$ – Коэффициент обслуживания долга предприятий;
 $X5$ – Кредитный рейтинг предприятий;
 $X17$ – Изменение курса рубля к доллару;
 $X6$ – Кредитно-дефолтный своп предприятий;
 $X3$ – Индекс деловой активности в промышленности PMI России
 $X10$ – Сальдо платежного баланса России.

Вторая группа проблем связана с анализом влияния фундаментальных факторов на долговую нагрузку и финансовый рынок. В данной части проверяются следующие гипотезы:

H3: Уровень нагрузки по внешнему корпоративному долгу зависит от индекса деловой активности в промышленности PMI IHS Markit Russia);

H4: Санкции снижают внешнюю долговую нагрузку корпоративного сектора;

H5: Золотовалютные резервы страны рассматриваются заемщиками на финансовом рынке как страховой капитал (чем больше резервы, тем больше долг);

H6: Экспорт капитала с целью наращивания иностранных активов приводит к повышению долговой нагрузки – соотношения Внешний корпоративный долг к экспорту товаров и услуг.

Для исследования этого вопроса в работе была построена модель (pooled МНК) оценки влияния факторов на долговую нагрузку компаний, в таблице 4 указан ряд традиционных переменных. Ранее упомянутое соотношение внешнего корпоративного долга к годовому экспорту выбрано регрессантом, так как, по мнению

автора, этот коэффициент наилучшим образом отображает долговую нагрузку и возможность ее обеспечения валютной выручкой.

Таблица 4 – Набор переменных и их описательные статистики

Факторы	Имя	«Стресс»				«Норма»				Переменная
		mean	s.d.	min	max	mean	s.d.	min	max	
Внешний корпоративный долг к экспорту, соотношение	debtexp	4,17	0,86	2,58	5,83	3,32	0,51	2,15	4,30	X1
PMI IHS Markit, в базисных пунктах	pmi	46,76	5,97	31,3	52	51,53	2,36	46,3	56,0	X2
Отток капитала, в млрд долл. США	outflow	-23	31,2	-132	6,4	-4,92	18,4	-34,4	55,2	X3
Номинальный ВВП, в трлн руб.	gdp	18,48	5,74	8,33	29,5	15,82	6,78	5,79	28,0	X4
Объем иностранных активов компаний, в млрд долл. США	assets	826,2	92,2	580	972	730,4	208	206	1035	X5
Золотовалютные резервы, в млрд долл. США	reser	431,3	63,1	356	561	455,5	87,9	206	569	X6
Курс доллара к рублю, в рублях	rub	50,40	17,2	25,6	79,6	37,97	15,2	23,4	65,8	X7
CDS5Y, в базисных пунктах	cds	293,1	145	123	741	131,7	53,3	43,2	275	X8
Цена на нефть Brent, в долл. США	oil	62,07	24,2	22,7	107	86,24	23	52,7	139	X9
LIBOR на 12 месяцев, в процентах	libor	1,42	0,85	0,56	3,96	2,31	1,74	0,55	5,69	X10
Изменение USDRUB, в процентах	rubvol	8,27	13,2	-8,25	47,1	-1,21	3,79	-8,68	9,48	X11
Кредитный спред между облигациями, в базисных пунктах	spread	2292	468	1451	2976	2142	503	1438	3084	X12

Источник: составлено автором по материалам (Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течении суток. – Текст : электронный. – URL : https://www.cbr.ru/statistics/Macro_itm (дата обращения: 05.07.2024)).

Результаты регрессий методом наименьших квадратов приведены в таблице 5:

– Первая регрессия имеет высокую предсказательную силу (R-squared 0,854), однако проведенный VIF-тест показал мультиколлинеарность у gdp, rub, spread.

– Модель с робастными оценками. Относительно малое количество наблюдений к количеству переменных может привести к смещенности оценок стандартных ошибок и, как следствие, завышению значимости отдельных коэффициентов. Для смягчения этой проблемы модель была пересчитана с опцией bootstrap (1000 репликаций) и построены оценки в предположении асимптотической сходимости. Модель объясняет 78% волатильности (R-squared: 0,78) и имеет средний показатель VIF 2,73, а корреляция не превышает 0,8.

– Также построены две дополнительные регрессии для шоковых и «нормальных» периодов. В период финансового стресса значимость этих показателей растет, потому предсказательная сила модели shock увеличилась до R-squared 0,813 и показала значимость следующих факторов: на 1% уровне: при снижении нефтяных цен на 1 долл. debtexp возрастает на 2,87 п.п.; при росте ставки LIBOR на 0,1% debtexp снижается на 6,05 п.п.; расширение спреда облигаций на 1 базисный пункт увеличивает debtexp на 0,16 п.п.; на 5% уровне: при увеличении иностранных активов (экспорт капитала) на 1 млрд долл. debtexp повышается на 0,452 п.п.; на 10% уровне: при увеличении оттока капитала на 10 млрд долл. debtexp снижается на 0,085 п.п.; изменение курса рубля на 1% повышает/понижает debtexp на 1,96 п.п.

Таблица 5 – Оценка значимости параметров модели на debtexр

Факторы	(1)	(2)	(3)	(4)
	basic	robust	shock	growth
pmi	0,009	-	-	-
-	(0,017)	-	-	-
outflow	0,01***	0,01***	0,01*	0,006
-	(0,002)	(0,003)	(0,004)	(0,004)
gdp	-0,143***	-	-	-
-	(0,033)	-	-	-
assets	0,004***	0,004***	0,005**	0,004***
-	(0,001)	(0,0001)	(0,002)	(0,001)
reser	-0,002**	-0,003**	-0,002	-0,001
-	(0,001)	(0,001)	(0,002)	(0,001)
rub	0,027** (0,012)	-	-	-
cds	0,001	-	-	-
-	(0,001)	-	-	-
oil	-0,010**	-0,021***	-0,028***	-0,014***
-	(0,005)	(0,004)	(0,006)	(0,004)
libor	-0,253***	-0,365***	-0,605***	-0,226***
-	(0,056)	(0,057)	(0,159)	(0,054)
dummy	0,069	-	-	-
-	(0,143)	-	-	-
rubvol	-0,013**	-0,015**	-0,019*	-0,025*
-	(0,006)	(0,007)	(0,010)	(0,014)
spread	-0,001	-0,001***	-0,002***	-0,001***
-	(0,0005)	(0,0002)	(0,0004)	(0,0003)
Constant	3,586**	7,311***	7,951***	5,586***
-	(1,384)	(0,590)	(1,242)	(0,619)
R-squared	0,854	0,780	0,813	0,727
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1				

Источник: составлено автором по материалам (Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течении суток. – Текст : электронный. – URL : https://www.cbr.ru/statistics/Macro_itm (дата обращения: 05.07.2024)).

Несмотря на широкий спектр каналов влияния предполагаемых рисков были подтверждены некоторые изначальные гипотезы о возможной степени их влияния на долговую устойчивость компаний:

– наиболее значимыми факторами в периоды роста финансового стресса в модели 3 оказались: цена на нефть (риски снижения цен экспортных товаров), кредитный спред облигаций (риски санкций) – подтвердилась гипотеза Н4, ставка Libor (риски долговых и бюджетных кризисов), а ее сила влияния повышается в сравнении с моделью 4;

– в периоды шоков экспорт капитала с целью наращивания иностранных активов увеличивает долговую нагрузку – подтверждает гипотезу Н6;

– значимость переменной «резервы Банка России» в модели 2 опровергает гипотезу Н5: чем больше резервы, тем больше снижается долг (рост резервов на 1 млрд долл. снижает debtexр на 0,3 п.п.), а в модели 3 и 4 она вообще не значима. Это подтверждает предположение относительно вынужденной реакции Банка России

относительно сглаживания спроса на валютном рынке;

– незначимыми остались индекс деловой активности (гипотеза Н3 не подтвердилась) и суверенный кредитно-дефолтный своп.

Итоговая модель robust принимает вид формулы (3)

$$Y_t \text{ robust} = 7,311 - 0,008 \times X3_t + 0,004 \times X5_t - 0,003 \times X6_t - 0,021 \times X9_t - 0,365 \times X10_t - 0,015 \times X11_t - 0,001 \times X12_t, \quad (3)$$

где Y – Соотношение внешнего корпоративного долга к экспорту;

$X3$ – Отток капитала;

$X5$ – Объем иностранных активов российских компаний;

$X6$ – Объем золотовалютных резервов России;

$X9$ – Цена на нефть Brent;

$X10$ – Ставка LIBOR на 12 месяцев;

$X11$ – Изменение курса USDRUB;

$X12$ – Кредитный спред между облигациями.

Для проверки гипотезы о возможности классификации уровня риска на основе соотношения внешнего корпоративного долга к экспорту был предложен метод debt shock-limit. В рамках исследования в таблице 4 динамика переменной debtexr (соотношение долга к экспорту) за период 2003–2021 гг. была разделена на два типа кварталов: «шоковые» – периоды с высоким уровнем финансового стресса (критерий – индекс АКРА со значением ≥ 1): «нормальные» – периоды со значением < 1 .

На основе анализа данных были определены три исторических уровня долговой нагрузки: низкий, средний и высокий. Они рассчитаны с учетом минимальных и максимальных значений переменной debtexr для разных состояний финансового рынка (шоковых и нормальных периодов):

– Средний уровень долговой нагрузки (Debt Risk average) – это максимальное значение debtexr в «нормальные» кварталы, которое за весь период наблюдений не превышало 4,3. При этом минимальное значение в «шоковые» кварталы было не ниже 2,58.

– Низкий уровень долговой нагрузки (Debt Risk low) – минимальное историческое значение в «нормальные» кварталы составило 2,15, а в «шоковые» кварталы – 2,58.

– Высокий уровень долговой нагрузки (Debt Risk high) – максимальное значение в «шоковые» кварталы достигло 5,83.

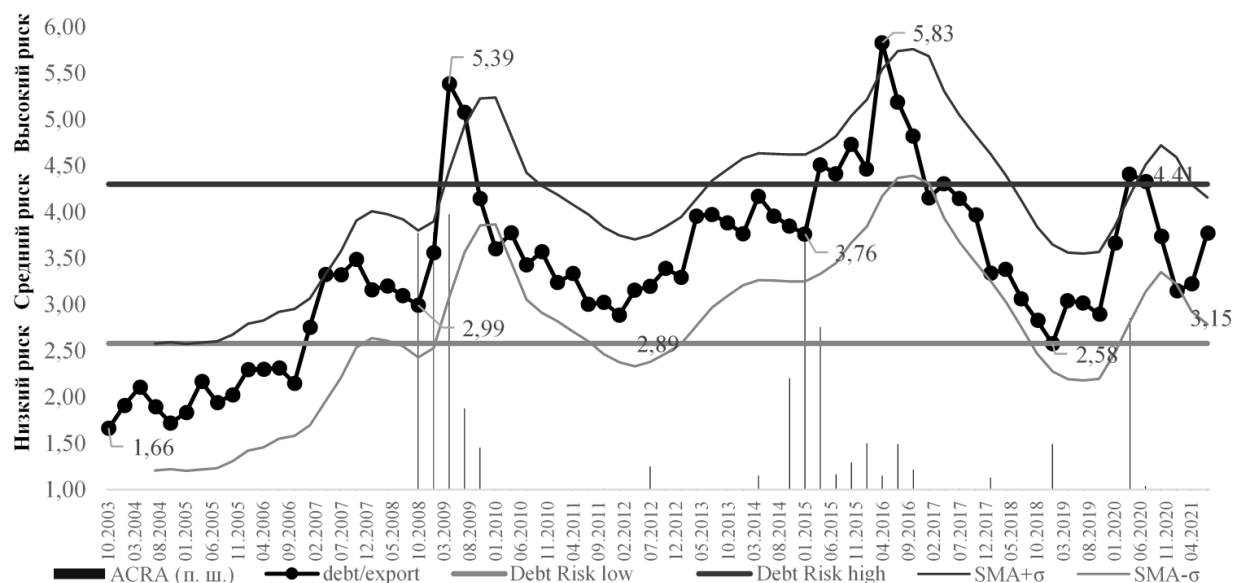
Формулы (4)-(6) для расчета уровней риска выглядят следующим образом

$$\text{Debt Risk}_{\text{low}} = 2,58_{\text{min shock}} - 2,15_{\text{min normal}}, \quad (4)$$

$$\text{Debt Risk}_{\text{average}} = 4,3_{\text{max normal}} - 2,58_{\text{min shock}}, \quad (5)$$

$$\text{Debt Risk}_{\text{high}} = 5,83_{\text{max shock}} - 4,30_{\text{max normal}}. \quad (6)$$

Для выделения долгосрочного тренда и оценки волатильности на рисунке 1 представлено скользящее среднее значение за год ± 1 стандартное отклонение, что позволяет выявить шоки и оценить устойчивость показателя.



Источник: составлено автором по материалам (Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течении суток. – Текст : электронный. – URL : https://www.cbr.ru/statistics/Macro_itm (дата обращения: 05.07.2024)).

Рисунок 1 – Историческая динамика уровня долговой нагрузки корпоративного сектора России

Выявление диапазонов долговой нагрузки для российских компаний поставило задачу сравнения ее с другими странами. Для компаративного анализа в таблице 6 приведены данные для наиболее сопоставимых экономик: по характеру экспорта (сырье), по уровню внешнего корпоративного долга ($> 10\%$ от ВВП) и не эмитирующие резервные валюты. Также были использованы индексы финансовых условий/стресса.

В ходе анализа за период 2003-2022 гг. выявлены следующие особенности долговой нагрузки:

- Доходы российского экспорта наиболее волатильны – стандартное отклонение самое высокое ($1\sigma = 25,02\%$), выше только у Польши ($29,11\%$).

- Доходы от экспорта России снижаются во время финансового стресса (в среднем на 8%), что выглядит аномально на фоне роста у ряда стран: Норвегия (16%), Австралия (14%), Венгрия (4%), Турция (2%), ЮАР (4%). Снижение наблюдается у Польши (-13%) и Чехии (-7%), Канады (-4%), Мексики (-2%), Бразилии

(-4%), но почти у всех это снижение меньше российского.

– Уровень нагрузки по внешнему корпоративному долгу намного ниже, чем у ряда стран. Анализ позволил разделить страны по уровню долговой нагрузки: > 10: Норвегия, Канада, Австралия; > 5: Бразилия, Турция, Чили, ЮАР; < 5: Малайзия (3,22), Колумбия (4,49), Мексика (2,33), Чехия (2,57), Польша (3,61), Россия (3,34).

– После шока российский долг снижается (в среднем на 8,86%), аналогично с Норвегией, Австралией, Венгрией и ЮАР, тогда как остальные страны, наоборот, наращивают долг в такие периоды.

– Признаки шока на российском финансовом рынке встречаются в 35,5% наблюдений, что ниже, чем в Турции (43,8%), Колумбии (42,9%), ЮАР (60,5%), Малайзии (53,7%) и не сильно превышает страны Запада. Однако, здесь не учитывается «глубина» шока, которая выше из-за санкций как раз у России.

Таблица 6 – Описательные статистики переменных для компаративного анализа долговой нагрузки

Страна	«Стресс»					«Норма»				
	Obs	Mean	Std Dev	Min	Max	Obs	Mean	Std Dev	Min	Max
Норвегия	23	18,12	4,70	12,05	30,42	47	20,59	6,85	9,89	38,42
Австралия	27	16,24	2,50	12,96	21,39	35	14,88	1,38	12,81	17,47
Польша	23	4,31	0,73	2,65	5,50	47	3,61	0,53	2,74	4,90
Чехия	23	2,18	0,44	1,67	3,16	47	2,57	0,61	1,62	3,85
Венгрия	22	5,32	1,26	3,42	7,46	42	4,33	1,15	2,67	8,10
Канада	22	10,34	2,67	6,18	18,4	42	10,27	2,61	5,64	15
Мексика	22	2,20	0,45	1,45	3,14	28	2,33	0,42	1,57	3,01
Бразилия	20	9,50	3,38	4,16	15,2	39	9,05	2,52	4,43	13,8
Турция	14	7,47	1,01	6,26	10,29	18	8,09	0,64	6,94	9,47
Чили	21	6,00	2,54	2,93	10,02	38	7,43	2,16	2,54	10,52
Колумбия	24	3,91	2,52	1,55	10,40	32	4,49	1,97	1,91	8,41
Южная Африка	23	6,01	1,17	4,12	8,92	15	5,89	0,71	4,93	7,35
Малайзия	22	3,58	0,52	2,49	4,48	19	3,22	0,63	2,38	4,16

Источник: составлено автором по материалам (Navigating the New Normal. Global Debt Monitor / IIF : official website. – 2024. – 6 p. – Текст : электронный. – URL: https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Research/Global_Debt_Monitor_2024.pdf (дата обращения: 11.05.2025)).

Последние значения долговой нагрузки, несмотря на некоторые их различия, являются низкими у Норвегии, Польши, Турции и ЮАР, а высокие – у Венгрии и Канады, Чехии, Малайзии, Колумбии. Россия на II квартал 2021 г. имела средний уровень. Особенность низкой российской долговой нагрузки состоит в том, что страна регулярно сталкивается с намного более сильными шоками, чем другие страны.

Третья группа проблем связана с выявлением факторов трансформации внешнего корпоративного долга за счет облигаций на внутреннем долговом рынке. Высокая вероятность продолжения функционирования финансового рынка в описанном изоляционном сценарии требует описание методики процесса

трансформации внешнего долга на внутреннем облигационном рынке, исследование потенциала и источников такой трансформации. Для оценки трансформации внешнего долга во внутренний была построена модель, в таблице 7 приведены факторы, где зависимой переменной выбран объем новых выпусков корпоративных облигаций на внутреннем рынке.

Таблица 7 – Исследуемые параметры для оценки источников трансформации внешнего долга на внутреннем облигационном рынке

Факторы	Обозначение	Переменная
Объем новых выпусков корпоративных облигаций	newcorpdebtrub	Y
Объем рынка корпоративных облигаций	corpdebtrub	X1
Объем новых размещений ОФЗ России на аукционах	newgovdebtrub	X2
Количество эмитентов новых корпоративных облигаций	newcorpdebtissuers	X3
Объем корпоративных еврооблигаций	corpdebtusd	X4
Объем новых выпусков корпоративных еврооблигаций	newcorpdebtusd	X5
Количество новых выпусков корпоративных еврооблигаций	newcorpdebtsum	X6
Количество новых выпусков корпоративных облигаций	newcorpdebtrusd	X7
Объем государственных еврооблигаций	govdebtusd	X8
Объем корпоративных еврооблигаций, принадлежащих нерезидентам	corpdebtrubFor	X9
Объем облигаций на балансе кредитных организаций	bankdebtportfolio	X10
Финансовые операции частного сектора	outflow	X11
Денежный агрегат M2	m2money	X12
Вклады (депозиты) физических лиц	depositfiz	X13
Депозиты юридических организаций	depositor	X14
Величина процентной ставки RUONIA 6 месяцев	ruonia	X15
Средневзвешенная эффективная доходность по индексу российского рынка корпоративных облигаций со сроком до погашения от 3 до 5 лет Cbonds-CBI RU 3-5Y YTM	bondyield	X16
Количество дефолтов на рынке облигаций	defaults	X17

Источник: составлено автором по материалам (Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течении суток. – Текст : электронный. – URL : https://www.cbr.ru/statistics/Macro_itm (дата обращения: 05.07.2024); Доля нерезидентов в еврооблигациях Российской Федерации / Cbonds : информационный портал. – Обновляется в течении суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cbonds.ru/indexes/61289> (дата обращения: 14.07.2024); Cbonds–CBI RU 3–5Y YTM / Cbonds : информационный портал. – Обновляется в течении суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cbonds.ru/indexes/Cbonds-CBI-RU-3-5Y-YTM-eff> (дата обращения: 14.07.2024)).

В целом, знаки МНК-оценок согласуются с предположениями и не противоречат теории. F-статистика 35,5 указывает на то, что модель в целом объясняет значительную долю вариации зависимой переменной, а низкое p-значение для (F-статистики 6,05e-24) позволяет сделать вывод, что модель в целом является значимой и хорошо объясняет вариацию зависимой переменной. Результаты регрессий МНК приведены в таблице 8. В результате проведенных этапов эконометрического моделирования была подтверждена значимость используемых факторов и адекватность рассчитанной модели, что позволяет выделить источники инвестиций для трансформации внешнего долга на внутреннем облигационном рынке, ключевыми из них стали: привлечение средств кредитных организаций через покупку

облигаций на баланс банка (рост баланса на 1 млрд руб. увеличивает зависимую переменную на 22,1 п.п.) и управление депозитной базой (накопление депозитов на 1 млрд руб. объем новых размещений снижается на 5,2 п.п.); сигнализирование Министерства финансов – на 1 млрд руб. размещения на новых аукционах ОФЗ увеличивает зависимую переменную на 12,8 п.п.; использование эмиссионных возможностей Банка России, способствующее росту инвестиций за счет высокой корреляции денежной массы и объема рынка корпоративных облигаций (0,97); а также формирование инвестиционных предпочтений для снижения оттока капитала (рост оттока на 1 млрд руб. уменьшает объем новых выпусков на 8,6 п.п.) и его перенаправление в корпоративные облигации.

Таблица 8 – Оценка значимости параметров модели (зависимая переменная newcorpdebtrub)

Факторы	Коэффициент	Стандартная ошибка	t-статистика	p-значение	Значимость
const	0,0373598	0,0186376	2,005	0,0474	**
bankdebtportfolio	0,221227	0,0935641	2,364	0,0197	**
newcorpdebtrusd	0,809191	0,0732782	11,04	<0,0001	***
newgovdebtrub	0,127794	0,0548706	2,329	0,0216	**
depositfiz	−0,501942	0,135717	−3,698	0,0003	***
defaults	0,0683461	0,0338192	2,021	0,0456	**
outflow	−0,0856847	0,0471072	−1,819	0,0715	*
Сумма кв. остатков	0,977238	Стандартная ошибка модели			0,092587
R-квадрат	0,651400	Исправленный R-квадрат			0,633052
F(6, 114)	35,50370	Р-значение (F)			6,05e-24
Логарифмическое правдоподобие	119,8468	Критерий Акаике			−225,6936
Критерий Шварца	−206,1231	Критерий Хеннана-Куинна			−217,7453
параметр rho	0,134006	Статистика Дарбина-Уотсона			2,031763
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1					

Источник: составлено автором по материалам (Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течении суток. – Текст : электронный. – URL : https://www.cbr.ru/statistics/Macro_itm (дата обращения: 05.07.2024)).

Итоговая модель, в рамках которой были исключены малозначимые, а также коррелированные между собой факторы, принимает вид уравнения (7)

$$Y = 0,0373598 + 0,221227 \times X_{10} + 0,809191 \times X_7 + 0,127794 \times X_2 - 0,501942 \times X_{13} + 0,0683461 \times X_{17} - 0,0856847 \times X_{11}, \quad (7)$$

где Y – объем новых выпусков корпоративных облигаций (newcorpdebtrub);
X₁₀ – объем облигаций на балансе кредитных организаций (bankdebtportfolio);
X₇ – количество новых выпусков корпоративных облигаций (newcorpdebtrusd);
X₂ – объем новых размещений ОФЗ России на аукционах (newgovdebtrub);

X13 – вклады (депозиты) физических лиц (depositfiz);

X17 – количество дефолтов на рынке облигаций (defaults);

X11– финансовые операции частного сектора (outflow).

Потенциальными источниками инвестиций на внутреннем финансовом рынке могут стать:

- часть банковских вкладов;
- репатриация российского капитала из-за рубежа;
- покупка проектных облигаций институтами развития с помощью эмиссии;
- переток капитала из других инвестиционных активов;
- использование прибыли от заблокированных активов нерезидентов;
- капитал из дружественных стран.

В таблице 9 автором оценивается возможность трансформации внешнего корпоративного долга за счет инвестиций на внутреннем облигационном рынке на уровне 7,5 трлн руб.

Таблица 9 – Потенциальные источники инвестиций на облигационный рынок

Источники	Объем, в трлн руб.
Переток части банковских вкладов на фондовый рынок	0,7
Репатриация российского капитала из-за рубежа	0,8
Переток части капитала из других инвестиционных инструментов	0,5
Фондирование проектных облигаций институтов развития	2
Использование заблокированных активов нерезидентов	0,5
Привлечение капитала из дружественных стран	2
Легализация криптовалют (экспериментально)	до 1
Всего	7,5

Источник: составлено автором по материалам (Банк России : официальный сайт. – Москва. URL : https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm (дата обращения: 05.07.2024). – Текст : электронный.).

III Заключение

Российский финансовый рынок подвержен регулярным кризисам, они вызваны как внутренними, так и внешними факторами. Один из основных каналов передачи финансового шока – внешний долг, который является объектом исследования. Данная работа, с одной стороны дополняет международный опыт по анализу инструментов нивелирования шоков, полученных до и после Мирового финансового кризиса 2008 г., а с другой – изучает влияние санкций, ограничивающих торговлю и стимулирующих отток капитала, на нагрузку по внешнему корпоративному долгу. Иностранные рынки капитала долгое время занимали важную роль в финансировании российских компаний, однако серия санкций после 2014 г. вынудили эмитентов переориентироваться на внутренний долговой рынок.

В ходе работы был выявлен риск – перекладывание корпоративного долга на государственные резервы, в результате чего было сформулировано понятие «опциона господдержки». Было построено три модели: одна объясняет влияние долговой устойчивости крупнейших госкомпаний на динамику внешнего долга, другая – объясняет влияние фундаментальных переменных на макроуровне на нагрузку по внешнему корпоративному долгу третья – оценивает факторы, стимулирующие приток инвестиций на внутренний облигационный рынок.

На основании выявленных рисков сделан вывод о необходимости координации заемной политики госкомпаний на внешних рынках и предложены элементы стратегии их снижения. Осуществление Банком России мониторинга долга компаний на основе разработанных автором предложений позволит заблаговременно идентифицировать периоды повышенной долговой нагрузки и выявить признаки ранних этапов валютных кризисов, повысит результативность используемых пруденциальных мер.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

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

1. Переход, С.А. Макроэкономическая стабильность и микропруденциальное регулирование внешнего корпоративного долга России / С.А. Переход // Финансовый журнал. – 2020. – № 3. Том 12. – С. 102-113. – ISSN 2075-1990.
2. Переход, С.А. Моделирование рисков макроэкономических шоков для внешнедолговой устойчивости российских компаний / С.А. Переход // Вопросы экономики. – 2021. – № 5. – С. 57-73. – ISSN 0042-8736.
3. Переход, С.А. Влияние долговой нагрузки госкомпаний на объем внешнего корпоративного долга России в условиях санкций / С.А. Переход, А.И. Столяров, Е.Г. Семяшкин, Н.А. Пивницкая // Финансы: теория и практика. – 2022. – № 6. – С. 115-130. – ISSN 2587-5671.
4. Переход, С.А. Анализ источников инвестиций и оценка их притока на рынок корпоративного долга России / Е.Н. Алифанова, С.А. Переход, Б.Б. Рубцов // Финансовые исследования. – 2024. – № 3 (84). Том 25. – С. 37-51. – ISSN 1991-0525.
5. Переход, С.А. Путь к финансовой многополярности: сможет ли долговой рынок БРИКС стать альтернативной G7 для России? / Д.Р. Ахмадеев, С.А. Переход // Вестник Тверского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2024. – № 2 (66). – С. 221–233. – ISSN 2219-1453.

6. Переход, С.А. Российский рынок еврооблигаций: текущие результаты и перспективы замещения / С.А. Переход, А.В. Герасимова // Финансовые рынки и банки. – 2024. – № 9. – С. 138–144. – ISSN 2658-3917.

Публикации в других научных изданиях:

7. Переход, С.А. Государственное регулирование трансграничных потоков капитала в условиях санкционных ограничений: pro et contra / С.А. Переход, Д.К. Чистилин // Государственное управление. Электронный вестник. – 2018. – № 69. – С. 217-242. – ISSN 2070-1381.

8. Переход, С.А. Риски внешнего корпоративного долга российских компаний / С.А. Переход // Государственное управление и развитие России: национальные цели и институты : сборник статей международной конференц–сессии. – Москва : Издательский дом «Научная библиотека», 2019. – С. 974-985. – ISBN 978-590769285-5.

9. Переход, С.А. Моделирование рисков внешнего корпоративного долга России / С.А. Переход // Государственное управление и развитие России: глобальные угрозы и структурные изменения : сборник статей международной конференц–сессии РАНХиГС. – Москва : Издательский дом «Научная библиотека», 2020. – С. 317-323. – ISBN 978-5-907242-75-3.

10. Переход, С.А. Моделирование рисков макроэкономических шоков на внешнедолговую устойчивость российских компаний / С. А. Переход // IV Российский экономический конгресс «РЭК-2020» : сборник материалов тематической конференции «Банки и финансовые рынки». – Москва, 21–25 декабря 2020 года. Том XVIII. – Москва : Новая экономическая ассоциация, 2020. – С. 120-124. – ISBN 978-5-9940-0700-6.

11. Переход, С.А. Внешние риски финансовой стабильности и устойчивого развития российских компаний / С.А. Переход // Глобальные социально-экономические трансформации: будущее России : материалы V Международного политэкономического конгресса (МПЭК-2021), состоявшегося в рамках Московского академического экономического форума - МАЭФ-2021, Москва, 27-28 мая 2021 года. – Москва : Институт нового индустриального развития им. С.Ю. Витте, 2022. – С. 481-492. – ISBN 978-5-00020-101-5.