

## ОТЗЫВ

на диссертацию на соискание учёной степени кандидата наук  
Афанасьева Дмитрия Юрьевича по теме «Международное портфельное  
инвестирование в условиях глобальных дисбалансов»  
доктора экономических наук, Навой Антона Викентьевича,  
включённого в списочный состав совета по защите диссертаций  
на соискание ученой степени кандидата наук,  
на соискание ученой степени доктора наук Д 505.001.103

Афанасьев Дмитрий Юрьевич представил диссертацию на тему: «Международное портфельное инвестирование в условиях глобальных дисбалансов» на соискание учёной степени кандидата экономических наук к публичному рассмотрению и защите по научной специальности 08.00.14 – мировая экономика.

Считаю, что содержание диссертации соответствует паспорту научной специальности 08.00.14 - «Мировая экономика» (экономические науки): 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», что позволяет допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Диссертация Афанасьева Дмитрия Юрьевича является практико-ориентированным исследованием, направленным на решение актуальной научной задачи, имеющей важное экономическое значение – исследование изменений структуры международного портфельного инвестирования и разработка на этой основе теоретических и практических рекомендаций управления капиталом в условиях глобальных дисбалансов мировой экономики. В рамках поставленной задачи автором проведена систематизация теоретических подходов к портфельному инвестированию в глобальной экономике, выявлен генезис трансформации мотивов портфельного инвестирования в условиях развития глобальных дисбалансов, представлена развёрнутая картина современного состояния портфельного инвестирования, структурированная по институциональной, становой структуре инвесторов, инструментам инвестирования, представлены практические рекомендации по совершенствованию подходов к портфельному инвестированию на уровне инвестора, а также механизмы совершенствования портфельного инвестирования в Российской Федерации.

Отмечаю, что:

1) соискатель учёной степени Афанасьевым Д.Ю. предложил значимые для науки и практики результаты исследования.

2) соискатель учёной степени Афанасьев Д. Ю. ввел в научный оборот следующие новые научные результаты: представлены основные направления трансформации подходов к портфельному инвестированию к увязке с эволюцией движения глобального финансового капитала: обосновано, что портфельные инвестиции выступают динамично развивающейся формой движения

глобального финансового капитала, соответствуют его растущему обезличиванию и отрыву от воспроизводственной основы; доказана связь между формированием и расширением глобальных дисбалансов с тенденциями портфельного инвестирования: в частности, развитие портфельного инвестирования способствует усугублению глобальных дисбалансов за счет стимулирования накопления задолженности субъектами хозяйства и разбуханию рисков глобальной финансовой системы; сделан вывод о доминировании экономических интересов развитых стран, вовлечённых в портфельное инвестирование: за счет привилегированного положения на рынке финансовых инструментов они становятся основными бенефициарами потоков портфельного капитала, усиливая концентрацию размещения портфельных инвестиций; выделена роль коллективных институтов инвестирования (взаимные фонды, хедж-фонды и др.) и усиление роли пассивного инвестирования в качестве доминирующих тенденций на современном рынке.

В практическом плане предложены авторская схема управления капиталом позволяющая оптимизировать инвестиционный портфель широкому кругу потенциальных частных и институциональных участников мирового финансового рынка. Автором разработаны механизмы, позволяющие повысить значение портфельного инвестирования в качестве инструмента расширения ресурсной базы российской экономики и направления диверсификации иностранных активов.

3) Диссертация «Международное портфельное инвестирование в условиях глобальных дисбалансов» обладает внутренним единством, обусловленным логикой исследования и структурой диссертации: в первой главе автор анализирует действующие теоретические концепции портфельного инвестирования в системном единстве с генезисом и развитием глобализации мировой экономики и развитием форм глобального финансового капитала, проводит диалектический анализ связи между тенденциями портфельного инвестирования и глобальными дисбалансами в мировой экономике, делая выводы относительно увязки развития инструментов портфельного инвестирования к растущей потребности в долговом финансировании, характерном для развития дисбалансов на уровне отдельных хозяйств и экономики в целом; движение портфельных инвестиций автор проводит в системной взаимосвязи с состоянием и динамикой платежных балансов отдельных стран, монетарной политикой центральных банков стран - эмитентов резервных валют и экономическими интересами ядра мирового хозяйства; во второй главе автором на основе теоретических подходов, изложенных в первой главе, представлен глобальный ландшафт портфельного инвестирования по странам происхождения и потребителям портфельных инвестиций, валютам и инструментам, институциональным секторам инвесторов, делается вывод о высокой концентрации портфельного инвестирования и о роли основных бенефициаров доходов от портфельного инвестирования в глобальных масштабах; наконец, в третьей главе, на основе выявленных в ходе предыдущего анализа диспропорций и рисков портфельного инвестирования автором

предлагается теоретическая модель оптимизации портфеля потенциального инвестора, отдельно выделены механизмы адаптации Российской Федерации к новым тенденциям в портфельном инвестировании, в частности предлагается более активно использовать портфельные инструменты в формировании ресурсной базы российской экономики и использовать более широкую линейку портфельных инструментов при управлении внешними активами российских контрагентов.

4) Обоснованность положений и выводов диссертации «Международное портфельное инвестирование в условиях глобальных дисбалансов» подтверждена следующими аргументами. Достоверность положения о росте значения портфельного инвестирования в структуре глобальных инвестиций подтверждена международными статистическими сопоставлениями, применением современных методов обработки статистической информации и визуализацией выводов; достоверность положения об усилении рисков дефолтов как в частном, так и в корпоративном секторах в качестве основного следствия влияния глобальных дисбалансов мировой экономики на международное портфельное инвестирование обосновано теоретическими выводами о генезисе глобального финансового капитала и о развитии его фиктивной компоненты; положение о трансформации институциональной структуры портфельного инвестирования в сторону развития коллективных посредников (хэдж-фонды и ETF) обосновано выводами современной научной литературы по данному вопросу, привлечением профильных статистических материалов; разработанные автором механизмы совершенствования интеграции российской экономики в сферу международного портфельного инвестирования, позволяющие купировать внешние вызовы, базируются на привлечении международной практики в данном вопросе и экономическом моделировании.

Достоверность и научная обоснованность результатов, положений, выводов и рекомендаций, содержащихся в диссертационном исследовании Афанасьева Д.Ю., подтверждается также их апробацией в установленном порядке.

Вместе с тем, обоснованность положений и выводов диссертации выиграла бы от использования актуальных статистических данных, особенно важных в условиях резкого обострения глобальных рисков в 2020 году в условиях пандемии. Как представляется ограничение временного горизонта статистических данных 2018 годом представляется частично искажающим выводы автора.

Полагаем, что диссертация содержит значительный избыточный материал, посвященный описанию деятельности хэдж-фондов и ETF фондов, не имеющий прямого отношения к выводам диссертации. В то же время обоснование ключевых гипотез посредством теоретической дискуссии относительно коротко и сжато. Так, фундаментальный первый абзац первой главы диссертации занял лишь 12 страниц основного текста.

Следует отметить, что достоверность сведений о размере рынка акций и облигаций, которые автор считает основой для вывода о росте доли портфельных инвестиций в данные инструменты, дискуссионна. Так в таблице 6 (стр. 64) автор полагается на фрагментарные данные из различных источников о потенциальном объеме финансовых активов глобальной экономики, которые потенциально могут быть помещены в портфельные инвестиции, причем в качестве одного из источников инвестирования рассматриваются глобальное богатство домашних хозяйств. Полагаем, что для системной основы потенциального портфельного инвестирования должны были бы использоваться данные финансовых счетов отдельных экономик, рассчитанные в соответствии с СНС. Именно этот источник дает достоверную информацию об уровне накопленных запасов (богатства) экономики, причем прежде всего секторов, вовлеченных в производство, которые могут быть размещены в том числе в портфельные активы. Именно статистика финансовых счетов СНС позволила бы достоверно ответить – какой объем сбережений экономики направлен в портфельные активы, а также отразить динамику данного процесса.

К сожалению, неоконченной осталась методология оценки различных источников информации для расчета показателя «общий объем активов, доступных для портфельных инвестиций в мировой экономике», который автор рассматривает как базовый для оценки востребованности портфельных инвестиций.

Считаем, что автором не полностью использован и еще один важный источник подтверждения статистических выводов: структура международной инвестиционной позиции по странам мира. Тогда как именно этот источник позволит бы сопоставить востребованность портфельных вложений в качестве инструмента размещения внешних активов и привлечения внешних обязательств экономик в сравнении, например, с прямыми инвестициями и ссудным капиталом.

5) Результаты диссертации Афанасьева Д.Ю. нашли применение в практической деятельности. Материалы исследования используются в практической деятельности Департамента торговых операций ООО ИК «КРЭСКО Финанс», в частности, универсальная схема управления капиталом Continuum используется для управления инвестиционными портфелями клиентов как на российском, так и на зарубежных финансовых рынках. Выводы и основные положения исследования способствуют увеличению стоимости клиентских портфелей и компании в целом.

6) Диссертация содержит сведения о личном вкладе Афанасьева Д.Ю. в науку, который выразился в обоснованном формулировании цели, объекта и предмета исследования, комплексном и всестороннем анализе информации по теме диссертации, систематизированном обобщении его результатов, выработке рекомендаций и предложений. Диссертант проявил необходимые системные общие теоретические знания по научной специальности 08.00.14 «Мировая экономика», успешно овладел принципами, логикой и методологией научного познания, продемонстрировал умение логично и аргументированно излагать

материал о сущности, тенденциях портфельного инвестирования, истории вопроса, вызовах, исходящих от глобальных дисбалансов, для портфельного инвестирования, проводить комплексную оценку экономических интересов, связанных с портфельным инвестированием, анализировать статистическую базу по изучаемой проблематике, предлагать практические рекомендации по трансформации подходов к портфельному инвестированию в Российской Федерации. Афанасьев Д.Ю. овладел специальными знаниями, умениями и навыками по вопросам подготовки диссертации, доказала наличие квалификационных способностей к дальнейшей научной деятельности в решении новых научных задач экономической отрасли науки.

7) Все материалы или отдельные результаты, заимствованные Афанасьевым Д.Ю. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования. Соискатель учёной степени Афанасьев Д.Ю. указал, что лично им получены следующие результаты: доказано, что портфельное инвестирование возрастает в условиях глобальных дисбалансов. Углубление глобальных дисбалансов повлекло повышенный спрос на долговые инструменты, позволяющие размывать и откладывать во времени наступление их негативных последствий. Это, наряду, с расширением числа инвесторов и снижения ставки по денежным инструментам, повлекло повышение востребованности инструментов портфельного инвестирования. Определено, что глобальные дисбалансы обусловили дальнейшую централизацию потоков портфельных инвестиций на уровне развитых стран, в том числе, из-за доминирования резервных валют в качестве валюты номинала ценных бумаг, обосновано, что развитые страны выступают основным бенефициаром потока портфельных инвестиций, в том числе из-за возможности манипулирования стоимостью активов с помощью инструментов монетарной политики. Обоснована трансформация институциональной структуры управления портфельными активами на основе усиления роли коллективных инспекторов (хедж-фондов и пассивных фондов).

Вместе с тем некоторые положения диссертации дискуссионны. В частности, сам Афанасьев Д.Ю. на основе теоретической дискуссии доказывает общее повышение рисков портфельного инвестирования в условиях глобальных дисбалансов и подтверждает статистическими данными крайне высокую волатильность данных вложений и их подверженность воздействию со стороны монетарной политики центральных банков развитых стран. Вместе с тем, в III главе автор делает вывод, что портфельное инвестирование в России необходимо развивать и расширять вложения в портфельные инструменты, в том числе за счет средств российских фондов суверенного благосостояния и международных резервов.

Автор подробно описывает расширение роли коллективных форм организации портфельных инвестиций, однако никак не анализирует глобальные последствия данной формы посредничества, в том числе с точки зрения рисков для глобальной финансовой стабильности

Важное значение уделяется развитию привлекательности российских инструментов для потенциальных иностранных инвесторов, в том числе, за счет приближения российской правовой среды к лондонскому праву, однако за границами исследования осталась современная инфраструктура расчетов по ценным бумагам на базе систем Euroclear и Clearstream, которые позволяют свободно инвестировать средства по всему миру на основе унифицированных процедур доступа на рынки. Как раз развитие такого шлюза и подключение к нему российских ценных бумаг позволило бы повысить привлекательность российского рынка для потенциальных портфельных инвесторов.


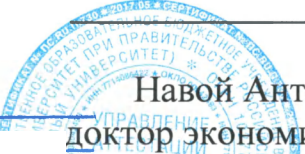
Практические предложения автора выглядят аморфными. Так, несмотря на отмеченный растущий кризисный потенциал, не предлагается никаких механизмов регулирования портфельных инвестиций на уровне глобальных организаций в целях купирования глобальных рисков. Вместо этого, автор предлагает во многом теоретическую абстрактную модель, по-видимому, не способную разрешить отмеченные самим же автором проблемы разбухающего числа портфелей финансовых активов. В этой связи странным выглядит и идея расширения вовлечения активов Российской Федерации в портфельные инструменты, которые в отличие от прямого инвестирования, не позволяют каким-либо образом вовлечь нашу страну в глобальные цепочки создания добавленной стоимости.

Полагаем, что неверными представляются и положения автора относительно мотивов и направлений портфельного инвестирования, осуществляемого российскими компаниями: большая часть этого потока обусловлена оффшоризацией российского бизнеса и связана с вложением капитала в акции связанных зарубежных структур, находящихся в оффшорных юрисдикциях. Собственно, и портфельные обязательства в форме акций также в большей части случаев сопряжены с внутрифирменным движением капитала.

8) Основные научные результаты диссертации Афанасьева Д.Ю. нашли отражение в 5 научных работах общим объемом 4,3 п.л. (авторский объем 3,92 п.л.), в том числе 4 работы общим объемом 3,55 п.л. (весь объем авторский) опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

9) Соискатель учёной степени Афанасьев Д.Ю. в ходе работы над диссертацией и подготовки к публичной защите показал себя как самостоятельный научный исследователь, способный решать научную проблему.

Исходя из изложенного, полагаю, что представленная к защите диссертация Афанасьева Д.Ю. соответствует заявленной научной специальности и может быть допущена к защите. Диссертация соответствует установленным критериям и требованиям.

  
  
Навой Антон Викентьевич,  
доктор экономических наук, доцент