

ОТЗЫВ

на диссертацию на соискание учёной степени кандидата наук
Юрченко Виталия Эдуардовича по теме
«Хеджирование рисков российских компаний с использованием инструментов
биржевого сектора международного финансового рынка»
доктора экономических наук, профессора
Сапир Елены Владимировны,
включённой в списочный состав диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.103 по защите диссертаций
на соискание ученой степени кандидата наук,
на соискание ученой степени доктора наук

Юрченко Виталий Эдуардович представил диссертацию на тему:
«Хеджирование рисков российских компаний с использованием инструментов
биржевого сектора международного финансового рынка» на соискание учёной
степени кандидата наук к публичному рассмотрению и защите по научной
специальности 5.2.5. Мировая экономика.

Содержание диссертации полностью соответствует п. 1. «Мировое
хозяйство, его структура, динамика и тенденции развития» и п. 9.
«Международные финансовые рынки» Паспорта научной специальности 5.2.5.
Мировая экономика (экономические науки).

Полагаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите
диссертации.

Отмечаю, что:

1) Соискатель учёной степени Юрченко В.Э. предложил значимое для
науки и практики решение актуальной научной задачи, имеющей важное
теоретическое и практическое значение для формирования стратегий
хеджирования финансовых рисков отечественных компаний реального сектора
экономики с использованием финансовых инструментов биржевого сектора
международного финансового рынка.

2) Соискатель учёной степени Юрченко В.Э. ввёл в научный оборот
следующие новые научные результаты:

Теоретические:

- предложены концептуальные подходы к хеджированию финансовых рисков отечественных компаний реального сектора, учитывающие влияние на их деятельность трансформаций структуры воспроизводства под воздействием новых технологий, текущие особенности функционирования российской экономики, и адаптированные под использование наиболее оптимальных инструментов и хеджевых площадок мирового финансового рынка;

- раскрыт механизм влияния глобальных дисбалансов и финансиализации мировой экономики на обострение финансовых рисков компаний реального сектора;

- систематизированы финансовые риски компаний реального сектора экономики в условиях трансформации воспроизводственной структуры и проведена оценка их величины;

- разработана и обоснована система критериев, которым должны удовлетворять производные финансовые инструменты и специализированные торговые площадки их обращения (биржи) для наиболее эффективного их осуществления процесса хеджирования рисков;

- сформирована целостная структура корпоративной концепции управления финансовыми рисками компании реального сектора, объединяющая воедино принципы, методы, инструменты и др. элементы единой концепции, которые ранее исследователями рассматривались преимущественно обособлено друг от друга;

Практические:

- разработанные подходы к хеджированию финансовых рисков отечественных компаний реального сектора апробированы на примере крупной российской компании ПАО «Аэрофлот» с проведением хеджирования на площадке Московской биржи;

- сформулированы рекомендации по совершенствованию нормативного регулирования хеджирования финансовых рисков российских корпоративных субъектов хозяйствования на уровне национальной экономики и расширению практики хеджирования;

- даны рекомендации российским нефинансовым компаниям по совершенствованию управления финансовыми рисками посредством их хеджирования с применением биржевых инструментов международного уровня.

3) Диссертация «Хеджирование рисков российских компаний с использованием инструментов биржевого сектора международного финансового рынка» обладает внутренним единством как завершенное научное исследование, состоящее из логически последовательных взаимосвязанных разделов.

4) Обоснованность положений и выводов диссертации «Хеджирование рисков российских компаний с использованием инструментов биржевого сектора международного финансового рынка» подтверждена следующими аргументами.

По первому положению, выносимому на защиту. Систематизация глобальных структурных дисбалансов мировой экономики уточнена в исследовании под углом зрения трансформации основных источников финансирования расширенного воспроизводства, а именно перехода от традиционной сберегательной модели воспроизводства к модели преимущественно потребительской. Вывод о растущих рисках и волатильности мировых рынков, вызывающих необходимость активной хеджевой деятельности экономических субъектов коррелирует с ранее полученными результатами Д. К. Халлом, А. Дамодараном, А.Б. Фельдманом, М.А. Дмитриевой и др. исследователями (с. 14-16). Автором обоснованы аргументы в пользу усиления глобальных дисбалансов, связанных с трансформацией воспроизводственной модели: ускоряющийся отрыв финансовых рынков от реального производства и сферы услуг, финансиализация, подстёгиваемая чрезмерными эмиссиями национальных валют, повышение совокупного потребления за счёт роста кредитной нагрузки, растущему сдвигу структуры спроса в пользу кредитной формы (с. 20-25). Выводы опираются на статистические данные международных баз (Банк международных расчётов, World economic outlook, Международный валютный фонд, «РосБизнесКонсалтинг»). Доказано, что основными субъектами дисбалансов являются банки и прочие финансовые организации, которые с повышенным риск-аппетитом кредитуют как физических лиц, так и предприятия,

подталкивая последних к дополнительному привлечению долговых средств (с. 25-30).

По второму положению, выносимому на защиту. Определение автором диссертации Юрченко В.Э. особенностей финансовых рисков российских нефинансовых компаний опирается на сравнительный анализ ключевых финансово-экономических индикаторов российского рынка и рынков других стран: нефтегазовой составляющей в совокупном национальном экспорте России (рис. 1.14, 1.15, с. 56-58) и сравнение волатильности среднегодовых курсов рубля и ряда резервных валют (рис. 1.13, с. 59-61). Обобщение итогов анализа позволило дать авторское определение термину «финансовые риски» (с. 66) и доказать, что в настоящее время имеет место тенденция значительного обострения проблемы финансовых рисков компаний реального сектора экономики России (с. 66-67).

По третьему положению, выносимому на защиту. Автором разработаны и обоснованы структурированные критерии, которым должны удовлетворять производные финансовые инструменты (с. 110-111) и организованные площадки их обращения (биржи) для наиболее эффективного их использования хеджерами (табл. 2.13). Выводы автора опираются на анализ деятельности крупнейшей в России Московской биржи, как ключевого элемента финансовой инфраструктуры российского финансового рынка, обеспечивающего основной объемом сделок с российскими ценными бумагами как среди физических, так и среди юридических лиц (с. 112-114). Доказано, что в соответствии с предложенными для деривативов критериями, для хеджирования финансовых рисков отечественным хозяйствующими субъектами реального сектора экономики наиболее целесообразно использовать фьючерсный инструментарий срочной секции Московской биржи (рис. 2.9.; с. 115-120).

По четвертому положению, выносимому на защиту. Разработан вариант стратегии хеджирования на площадке Московской биржи финансовых рисков крупной российской нефинансовой компании, доказано, что товарные и валютные фьючерсы могут быть эффективно использованы для хеджирования финансовых рисков отечественных хозяйствующих субъектов (с. 120). Проведен сравнительный анализ преимуществ и недостатков моделей оценки финансовых

рисков и доказано, что использование показателя VaR является наиболее оптимальным и эффективным решением для компаний реального сектора (табл. 2.17, с. 122). Полученные результаты сравнительного анализа и вывод о практической возможности и целесообразности оценки через расчёт VaR и хеджирования на Московской бирже финансовых рисков следует признать корректными и согласиться с ними (с. 123-125).

Пятое положение диссертации, выносимое на защиту, также следует признать принципиально важным и практически значимым. Апробация оценки рисков, хеджирования и верификации его эффективности проведена на примере ПАО «Аэрофлот» с использованием модели ленточного хеджирования финансовых рисков (с. 136-141). Обоснование этой модели убедительное и вытекает из анализа достаточности ликвидности и объёма торгов деривативами на Московской бирже. Разработанная 5-компонентная стратегия хеджирования финансовых рисков успешно апробирована на примере ПАО «Аэрофлот» как для хеджирования валютного риска, так и ценового риска удорожания авиатоплива (с.1476-149).

5) Результаты диссертации Юрченко В.Э. нашли практическое применение:

- при выполнении научно-исследовательской работы по теме «Нормативное правовое регулирование при реализации национального проекта «Международная кооперация и экспорт» (Государственное задание, приказ Финансового университета от 1 апреля 2020 г. № 0654/о) - в части оценки роли валютного и ценового финансовых рисков в планировании экспортной деятельности и в финансовой устойчивости компаний-экспортёров;

- в деятельности ООО «ТрастЮнион АйЭм» при планировании работы с активами фондов, находящихся в управлении этой трастовой компании и осуществлении риск-менеджмента финансовых рисков: используются предложенные в диссертации модели оценки финансовых рисков, повышающие её точность, учтены рекомендации в части структурирования корпоративной нормативной документации в области управления рисками;

- в деятельности ООО «Корпоративный центр ИКС 5» для оценки финансовых рисков при анализе инвестиционных проектов и выстраивании

корпоративной системы управления рисками. Применение предложенной в диссертации модели оценки финансовых рисков позволило увеличить качество расчётов технико-экономических обоснований инвестиционных инициатив, повысить их прогнозную доходность;

- в учебном процессе в Департаменте мировых финансов Факультета международных экономических отношений Финансового университета в преподавании учебных дисциплин «Мировые финансы» и «Международный финансовый рынок».

6) Диссертация содержит сведения о личном вкладе Юрченко В.Э. в науку, который выразился в непосредственном участии автора диссертации на всех этапах процесса исследования: в постановке цели, задач, формулировании темы, предмета, объекта исследования, в анализе и обобщении научной и статистической информации по теме диссертации (всего использовано 117 отечественных и зарубежных источников); личном участии автора диссертации в апробации результатов исследования; подготовке основных публикаций по выполненной работе.

7) Все материалы или отдельные результаты, заимствованные Юрченко В.Э. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования.

Соискатель учёной степени Юрченко В.Э. указал, что лично им получены следующие результаты:

- раскрыты и систематизированы структурные трансформации (дисбалансы) в части финансиализации современной модели воспроизводства, установлены их масштаб и механизмы реализации,

- определены и специфицированы целевые для хеджирования риски российских компаний реального сектора, структурированы методы управления рисками как в целом, так и применительно к финансовым риск-факторам,

- обоснованы теоретико-методические подходы к формированию и практической реализации стратегии хеджирования финансовых рисков нефинансовыми компаниями, включая основные элементы реализации стратегии: определение основных рисков, их оценка, применение инструментов хеджирования, расчёта эффективности хеджа,

- разработаны практические рекомендации по внедрению, поддержанию и развитию корпоративных бизнес-процессов, связанных с хеджированием финансовых рисков,

- выработаны рекомендации по совершенствованию нормативного регулирования российского рынка производных финансовых инструментов на национальном уровне в целях создания условий для расширения корпоративной практики хеджирования.

8) Основные научные результаты диссертации опубликованы в шести научных статьях общим объёмом 4,0 п.л. (весь объём авторский), в том числе пять работ авторским объёмом 3,75 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определённых ВАК при Минобрнауки России.

9) Соискатель учёной степени Юрченко В.Э. в ходе работы над диссертацией и подготовки к публичной защите показал себя как сформировавшийся исследователь, проявил способности к научной работе, что позволило ему подготовить и представить к защите диссертацию по актуальной и малоисследованной научной проблеме. Юрченко В.Э. проявил необходимые общие теоретические знания по научной специальности 5.2.5. Мировая экономика; продемонстрировал умение сжато и логично излагать материал доказал наличие квалификационных способностей к дальнейшей научной деятельности в решении новых научных задач экономической отрасли науки.

Замечания касаются обоснования ключевых критериев биржевых площадок (с. 108-109, табл. 2.13) и критериев отбора инструментов хеджирования (с. 109-110). Критерии сформулированы неясно, можно сказать «размыто». Критерий - это мерило, показатель; критериальные значения должны чётко отграничивать пригодное от непригодного. В данном случае по критериям не дано пояснений, что такое: «ликвидность секции», как её определить и измерить? Что такое «приемлемость издержек» - вопросы аналогичные; что такое «минимальный языковой барьер» - как выразить и измерить? (табл. 2.13). По критериям отбора инструментов хеджирования также не хватает ясности и определенности формулировок.

Однако указанные замечания не снижают общего высокого уровня работы.

Исходя из изложенного, полагаю, что представленная диссертация Юрченко В.Э. на тему: «Хеджирование рисков российских компаний с использованием инструментов биржевого сектора международного финансового рынка»:

1) соответствует заявленной научной специальности 5.2.5. - Мировая экономика и может быть допущена к защите;

2) в целом соответствует установленным критериям и требованиям.

Л
Сапир Елена Владимировна,
доктор экономических наук, профессор

10.03.2023

