

ОТЗЫВ

члена диссертационного совета Финансового университета
Д 505.001.116, **доктора экономических наук, доцента Криничанского
Константина Владимировича** на диссертацию **Перехода Сергея
Александровича** на тему: «Оценка рисков внешнего корпоративного долга
российских компаний», представленную на соискание ученой степени
кандидата наук по специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки)

Переход С.А. представил диссертацию на тему: «Оценка рисков внешнего корпоративного долга российских компаний» на соискание ученой степени кандидата экономических наук к публичному рассмотрению и защите по научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Содержание 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).

Полагаю возможным допустить соискателя ученой степени к защите диссертации.

Типология диссертационного исследования – практико-ориентированное исследование. Внешний корпоративный долг, значительная часть которого представлена облигациями, является источником рисков финансовой стабильности. Эпизоды глубоких финансовых и экономических кризисов в различных странах подтверждают серьезность этой угрозы. В силу этого, исследование феномена рисков, исходящих из внешнего корпоративного долга, и мер управления таким долгом выступает актуальной теоретической и прикладной задачей. Несмотря на специфичность условий функционирования российского финансового рынка в последние три года, эта задача также актуальна для России, в том числе в контексте возросшей популярности среди эмитентов выпуска квазивалютных облигаций.

Отмечаю, что:

1) соискатель ученой степени Переход С.А. предложил значимый для науки и практики подход к оценке порогового значения совокупного внешнего корпоративного долга, после которого растет вероятность финансового шока на рынке, издержками которого, среди прочего, является реализация «опциона господдержки»;

2) соискатель ученой степени Переход С.А. ввел в научный оборот следующие новые научные результаты:

практические: предложил новый концептуальный подход к выявлению и объяснению дифференцированной чувствительности экономик стран к внешним шокам в контексте уровня внешнего корпоративного долга, позволивший, в частности показать, что критическим фактором устойчивости для ряда развивающихся стран является волатильность доходов от экспорта;

3) диссертация «Оценка рисков внешнего корпоративного долга российских компаний» обладает внутренним единством, она посвящена исследованию методологических подходов к оценке влияния уровня внешнего корпоративного долга на стабильность финансового рынка;

4) обоснованность положений и выводов диссертации «Оценка рисков внешнего корпоративного долга российских компаний» подтверждена следующими аргументами:

- использованием в основе выносимых автором положений новизны и методических подходов широкого спектра теоретических наработок и моделей – теории Хекшера-Олина, модели Харрода-Домара, подхода Лернера, модели Махлупа, подхода Фельдстейна и Хориоки, теории финансовой нестабильности Мински и др.;
- использованием современных, соответствующих изучаемым явлениям, методик сбора и обработки исходной информации;

5) достоверность результатов, полученных Переходом С.А., обусловлена

- использованием результатов ключевых российских и зарубежных исследований, позволившим корректно представить современные взгляды и методологические подходы в области теории внешнего корпоративного долга в контексте устойчивости финансовых рынков;
- формированием информационной базы исследования из надежных источников в том числе Банка России, информационного терминала Bloomberg, информационного портала Cbonds, рейтингового агентства АКРА, базы данных МВФ;

6) результаты диссертации Перехода С.А. нашли практическое применение в деятельности Центра рыночного синдицирования АО «Газпромбанк»; 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;

7) Диссертация содержит сведения о личном вкладе Перехода С.А. в науку, который выразился:

- в разработке теоретических положений и практических рекомендаций в области разработки системы оценки влияния рисков внешнего корпоративного долга на стабильность финансового рынка;

- в непосредственном участии соискателя в получении исходных данных и научных экспериментах,

- в непосредственном участии автора диссертации на всех этапах процесса исследования,

- в личном участии автора диссертации в апробации результатов исследования,

- в подготовке основных публикаций по выполненной работе.

Вместе с тем, представленная соискателем Переходом С.А. диссертация не свободна от недостатков.

Один из центральных состоит, на наш взгляд, в игнорировании задачи определения понятия стабильности финансового рынка при том, что именно это понятие используется автором в формулировке цели исследования. Вместо этого автор уделил много внимания понятию финансовой стабильности и долговой стабильности. Автору следовало четче разделить содержание данных понятий, так чтобы не возникало нагромождений типа «финансовой стабильности финансового рынка» (см. с. 109 и 112).

В этой же связи не обнаруживается четкости в логике 3-й главы работы, озаглавленной «Моделирование влияния внешнего корпоративного долга на стабильность финансового рынка». В действительности, как говорится в ее финале, глава посвящена «исследованию зависимости динамики нагрузки компаний по внешним обязательствам от ряда фундаментальных переменных на макроуровне» (с. 112). Таким образом, автор сосредотачивается на факторах, определяющих объем и динамику корпоративного долга, по преимуществу, упуская вопрос, как это сказывается на стабильности финансового рынка. Работа бы выиграла, если бы соискатель представил модель, в которой объясняемой переменной был бы индекс корпоративных облигаций или связанные с ним статистики.

Ряд выдвинутых автором тезисов выглядят спорными и при этом, насколько это видно со стороны, не подтверждаются достаточными аргументами. Среди них: «экспорт капитала вызывает сжатие денежной массы, рост инфляционных ожиданий и реальной ставки процента», «сокращение объема предложения валюты на бирже приводит к обесцениванию курса рубля» (с. 54 диссертации); «возможные финансовые трудности в крупных компаниях могут привести к перекладыванию бремени обслуживания долга за счет государственных резервов» (с. 59 диссертации).

Ряд фрагментов работы хотя и соответствует ее общей проблематике, однако не полностью интегрированы в ее логику. Таково, на наш взгляд, обсуждение введения контроля за движением капитала в п. 2.5 диссертации. К сожалению, из данного обсуждения не вытекает очерченная авторская позиция или сформулированные рекомендации к политике.

Обращу внимание на встречающееся несоблюдение автором правил русского языка, в частности, касающихся согласования членов предложения. При этом такие ошибки встречаются в наиболее важных фрагментах работы и автореферата. Так, формулировка теоретической значимости исследования в автореферате (с. 6) и диссертации (с. 9) ориентирует на то, что автор выработал механизмы сглаживания антироссийских санкций, хотя на самом деле он стремился показать, что говорит о сглаживании их эффектов. На с. 20 диссертации говорится: «желание иметь положительное сальдо текущего счета требует инвестирование и развитие экспортоориентированных отраслей для продажи товаров на международных рынках». Очевидно, что смысл эта фраза приобретет только если изменить окончания на «требуется инвестировани[я] и развити[я]».

Ошибки встречаются при описании методов расчета некоторых индикаторов. Так, на с. 33 автор говорит, что «экономический смысл» коэффициента обслуживания долга (Debt Service Ratio, DSR), используемого Банком международных расчетов, «заключается в определении соотношения прибыли к выплатам», тогда как на сайте BIS.org указывается, что формула DSR – это «расходы на обслуживание долга, включающие процентные платежи и амортизацию долга, как доля дохода».

8) материалы или отдельные результаты, заимствованные Переходом С.А. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования.

Соискатель ученой степени Переход С.А. указал, что лично им получены следующие результаты:

а) авторское понятие долговой устойчивости корпоративного сектора в контексте обеспечения стабильности финансового рынка, базирующееся на оценке уровня платежеспособности системно значимых компаний, достаточности их резервов, уровня требований в рефинансировании на финансовых рынках, возможности удержания уровня кредитного рейтинга;

б) понятие «опциона господдержки», эффект которого проявляется в более рискованной заемной политике крупных компаний с государственным участием, из-за уверенности в поддержке со стороны государства исходя из принципа «too big to fail»;

в) методический подход к оценке взаимосвязи между показателями долговой устойчивости отдельных компаний и объемом совокупного внешнего корпоративного долга для банков и нефинансовых предприятий;

г) модель оценки влияния на динамику внешнего корпоративного долга таких факторов, как цены на нефть, ставка денежного рынка, страновой риск, объем иностранных активов компаний, объема экспорта капитала, валютный курс;

д) методический подход к оценке динамики российского внешнего корпоративного долга по уровням риска долговой нагрузки (соотношение внешнего долга к экспорту).

8) Основные научные результаты диссертации опубликованы в шести работах в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России, авторским объемом 5,34 п.л., их выходные данные приведены в автореферате.

9) Соискатель ученой степени Переход С.А. в ходе работы над диссертацией и подготовки к публичной защите показал себя как ученый, способный к самостоятельной научной деятельности.

Исходя из изложенного, полагаю, что представленная к защите диссертация:

- 1) соответствует заявленной научной специальности и может быть допущена к защите;
- 2) соответствует установленным критериям и требованиям.

✓
Криничанский Константин Владимирович
Доктор экономических наук, доцент
20 июля 2025 года



К.В.

