

ОТЗЫВ

на диссертацию Перехода Сергея Александровича
члена диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.116
по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук,
на соискание ученой степени доктора наук
д.э.н., профессора
Рубцова Бориса Борисовича

Переход Сергей Александрович представил диссертацию на тему: «Оценка рисков внешнего корпоративного долга российских компаний» на соискание учёной степени кандидата экономических наук к публичному рассмотрению и защите по научной специальности 5.2.4. – Финансы.

Содержание диссертации полностью соответствует п. 22. «Финансовые инструменты и операции с ними» и п. 24. «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков» паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Полагаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Отмечаю, что:

1) соискатель учёной степени Переход Сергей Александрович предложил значимые для науки и практики результаты.

Типология диссертационного исследования – практико-ориентированное исследование, направленное на решение актуальной научной задачи разработки системы оценки влияния рисков внешнего корпоративного долга на стабильность финансового рынка, что позволяет оценивать взаимосвязь между уровнем внешнего корпоративного долга российских компаний и устойчивостью групп компаний финансового и нефинансового сектора, осуществлять мониторинг предлагаемой группы показателей, идентифицировать стресс на финансовом рынке на основе предлагаемой авторской методики и обоснованного порогового уровня внешней долговой нагрузки, сформировать рекомендации регулятору по превентивному реагированию на угрозы финансовой стабильности.

2) Соискатель учёной степени Переход Сергей Александрович ввёл в научный оборот следующие новые научные результаты:

- теоретические:

- Показана трансмиссия шоков на финансовый рынок через канал внешнего долга компаний ряда стран и России на основе данных за 2006-2008 гг., обобщены, адаптированы и развиты существующие теоретические подходы применительно российской специфике;
- Описан механизм формирования финансового шока и построен когнитивный граф его влияния на вероятность дефолта компаний по внешнему долгу (с.61).
- 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 (с.22).
- Выявлено различие для финансовых и нефинансовых госкомпаний взаимосвязей уровня внешнего долга с кредитным рейтингом, динамикой премии по кредитно-дефолтному свопу (CDS) и ростом коэффициента обслуживания долга (DSR) (с.62-65). Мониторинг взаимосвязей данных показателей позволяет превентивно реагировать на рост валютных рисков данных групп компаний.

- практические:

- Разработана метрика оценки порогового уровня влияния внешнего долга на финансовую стабильность. Разработанным автором методом «debt shock-limit» определено пороговое значение совокупного внешнего корпоративного долга, после которого наблюдается финансовый шок на рынке и растет вероятность опциона господдержки. Выявлено наличие порогового уровня нагрузки по внешнему корпоративному долгу, выше которого на финансовом рынке наблюдаются признаки шока, а именно: соотношение внешнего корпоративного долга к квартальному экспорту, равное 4,3. Классифицированы уровни риска: низкий $<2,58$; $2,58 < \text{средний} < 4,3$; высокий $> 4,3$. Это позволило определить безопасный уровень заимствований (с.90-92).
- Проведено сопоставление динамики уровня долга России в периоды макроэкономических шоков в 2006-2022 гг. с 13 странами, что позволило оценить различие в волатильности внешнего долга как реакции на внешние шоки групп стран с развитыми и развивающимися рынками, в зависимости от уровня долговой нагрузки, а также вывить специфику реакции российского финансового рынка (с.92-95).

- Выявлены значительные различия в реакциях стран на финансовые шоки: в развитых экономиках уровень корпоративной нагрузки по внешнему долгу снижается в ответ на финансовые шоки, а в развивающихся наблюдается его увеличение; волатильность доходов от экспорта влияет на способность стран справляться с шоками: ряд стран-экспортеров сырья демонстрируют устойчивость экспорта и сохранение финансовой стабильности, в то время как другие страны сталкиваются с ростом нагрузки по внешнему корпоративному долгу. Эти новые результаты имеют практическую значимость для органов регулирования экономики и финансового рынка для выработки мер реагирования с учетом санкций и в периоды макроэкономических шоков.

3) Диссертация обладает внутренним единством, логична, хорошо структурирована.

4) Обоснованность положений и выводов диссертации «Оценка рисков внешнего корпоративного долга российских компаний» подтверждена использованием проверенных источников статистической информации - как российских (Банк России, Росстат, агентства Сbonds, так и зарубежных, в т.ч. МВФ, Всемирного банка, БМР, Института международных финансов (ИИФ), агентства Bloomberg), корректным применением методов статистического и эконометрического анализа, в частности корреляционного и регрессионного). Большинство расчетов выполнялось в программной среде Stata 14.2, сбор и обработка данных в Microsoft Excel

Основные положения и результаты исследования, сформированные в диссертации, прошли апробацию, доложены и получили одобрение на 10 международных научно-практических конференциях.

Материалы диссертации используются в практической 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 способствуют снижению кредитных рисков эмитентов облигаций.

Результаты работы внедрены в учебный процесс и используются Кафедрой финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» на Финансовом факультете в преподавании учебной дисциплины «Финансовые рынки» для направления подготовки бакалавриата.

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

5) Диссертация содержит сведения о личном вкладе Перехода Сергея Александровича в науку, который выразился в целеполагании проведенного исследования, анализе и обобщении информации по теме диссертации в научной литературе и статистических базах данных, планировании и проведении эмпирических расчетов, анализе полученных результатов, их статистической обработке, апробации и внедрении результатов диссертации.

6) Основные положения и выводы проведенного исследования нашли отражение в 11 публикациях, в том числе 6 работ опубликованы в рецензируемых научных изданиях, входящих в перечень ВАК при Минобрнауки России. Все публикации по теме диссертации.

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

8) Соискатель учёной степени Переход Сергей Александрович в ходе работы над диссертацией и подготовки к публичной защите показал себя сформировавшимся научным работником, способным решать широкий спектр научных проблем в сфере финансовых рынков.

При общей позитивной оценке проведенного исследования, диссертация вызывает ряд вопросов и замечаний:

1. Понятно, что автор долго работает над темой влияния внешней долговой нагрузки на финансовый рынок (об этом говорят его публикации начиная с 2018 г.) и специально ограничивает рамки исследования влияния внешней долговой нагрузки российских компаний рамками 2006-2022 гг., учитывая радикальные изменения, произошедшие в 2022 г. в связи с санкциями. На первый взгляд, эти изменения ставят вопрос об актуальности темы применительно к современным российским условиям. Однако, на наш взгляд, актуальность темы носит вневременной характер, поскольку решает научную неконъюнктурную задачу. Санкции не вечны, а рассматриваемая проблематика затрагивает экономику многих развивающихся стран. Тем не менее, в работе, может быть, имело смысл более развернуто прокомментировать ситуацию с внешней задолженностью российских компаний в настоящее время.

2. Желательно четче объяснить оценки в таблице 23 (Потенциальные источники инвестиций на облигационный рынок) на с.108 диссертации. На основе каких вводных автор считает возможным привлечь на облигационный

рынок России 6,5 трлн руб. денежных накоплений? Кроме того, имеет место расхождение в цифрах в таблице и выводе, данном в абзаце, предшествующем таблице (7,8 и 6,5 трлн руб).

3. Вызывает сомнение целесообразность создания единого долгового агентства (с.109). Каковы аргументы «за»? Есть ли зарубежные прецеденты подобных структур?

Однако эти замечания не снижают ценности диссертационной работы и не влияют на оценку ее новизны.

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

- 1) соответствует заявленной научной специальности 5.2.4. Финансы и может быть допущена к защите;
- 2) соответствует установленным критериям и требованиям.


Рубцов Борис Борисович

Профессор, доктор экономических наук

18.04.2025



Ф
В:
«

ст
л.
г.

И
тетта
хова
г.