

*В диссертационный совет 24.2.372.04, созданный на базе ФГБОУ ВО
«Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова»*

ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА

**доктора экономических наук, профессора Левина Юрия Анатольевича
(Одинцовский филиал ФГАОУ ВО «Московский государственный
институт международных отношений (университет) Министерства
иностраннных дел Российской Федерации», факультет финансовой
экономики, кафедра экономики и финансов)
на диссертацию Динец Дарьи Александровны на тему
«Теория и методология влияния противоречий мировой финансовой
системы на глобальный рынок капитала», представленной на соискание
ученой степени доктора экономических наук
по специальности 5.2.4. Финансы**

Актуальность темы исследования. Финансовая глобализация и либерализация международных потоков капитала, объединение различных регионов на основе общих финансовых целей, расширение финансовых рынков, объединяющих капиталы все большего числа игроков, обусловили необходимость изменения принципов регулирования на финансовых рынках для обеспечения экономической безопасности функционирования финансовой системы. Усиление волатильности рынков, финансовая нестабильность банковской системы в крупнейших финансовых центрах, иррациональный рост в сегменте производных финансовых инструментов и их негативное влияние на прозрачность рынков капитала приводят к тому, что финансовый кризис становится практически перманентным спутником развития финансовых рынков. Все это происходит на фоне роста капитализации компаний, размещающих свои акции на крупнейших фондовых площадках, и росте прибылей этих же компаний за счет их вложений на финансовом рынке – такая структура денежного потока

неизбежно приводит к росту систематического риска, поскольку активы одних компаний становятся пассивами других, а постоянное рефинансирование обязательств, широкое применение операций обратного выкупа, офшорные сделки транснациональных корпораций приводят к сокращению фундаментальной основанной на денежном потоке стоимости этих активов.

Рост доли корпоративной прибыли, приходящейся на финансовую деятельность, определяет ту скорость, с которой финансовая нестабильность распространяется по глобальному рынку капитала. Дополнительную волатильность рынкам сегодня придают геополитические риски, секторальные санкции, непрозрачность ценообразования на сырьевые ресурсы и рост государственных расходов на вооружение под влиянием ситуации на Украине.

Изменение структуры капитализации в сторону IT компаний и перераспределение большей части денежных потоков в сферу интернет-торговли под влиянием пандемии также являются актуальными вопросами при определении степени противоречий мировой финансовой системы. Действительно, рост бюджетных расходов на обеспечение нормального функционирования экономики во время пандемии сказался на росте капитализации при сокращении уровня производительности.

Таким образом, исследование существующих противоречий мировой финансовой системы необходимо для оценки и обоснования тех тенденций, которые приводят к формированию нерациональной динамики показателей глобального рынка капитала и за счет этого ведут к усилению рисков для всех участников глобального рынка. Автором поставлена актуальная научная цель, достижение которой позволит в будущем предотвратить негативное, выражающееся в постоянных финансовых кризисах, влияние противоречий мировой финансовой системы на достижение ключевой цели рынка капитала – формирование долгосрочных стабильных источников финансирования для корпоративного сектора и государства.

Научная новизна и обоснованность научных выводов, сформулированных автором.

В диссертации, ее главах и разделах выдержана общая логика изложения, что позволило автору достичь поставленной цели работы и решить важнейшие задачи предпринятого научного поиска. Научную новизну и вклад автора в развитие экономической науки (в области финансов) характеризуют следующие самостоятельно сформулированные положения

1. Автором систематизированы важнейшие предпосылки усиления противоречий мировой финансовой системы после глобального кризиса 2007-2008 гг. (с. 15–21). Среди важнейших предпосылок следует отметить дискретность денежного потока при непрерывности потоков добавленной стоимости и удлинении потоков их создания, универсализацию финансовых портфелей, одновременный рост оборотов в торговле, финтех-операциях и на финансовых рынках при неизменности глобальной ликвидности, рост офшорного оборота в ответ на усиление регулирования операций на финансовых рынках, инфляционный потенциал рынка криптоактивов.
2. Автором разработан собственный подход к классификации ключевых противоречий мировой финансовой системы, основанный на выявлении ролей участников, инфраструктуре финансовых операций, влиянии внутренних и внешних факторов на развитие финансовой системы (с. 24–28).
3. На основании анализа подходов различных авторов к описанию причин тех или иных противоречий мировой финансовой системы выявлены и систематизированы ключевые проявления возникновения противоречий мировой финансовой системы и условия их распространения (с. 36–44).
4. Обоснована негативная роль роста числа сделок рефинансирования в формировании противоречий мировой финансовой системы (с. 51–

52). Автором убедительно доказано, что постоянный рост финансирования уже осуществленных инвестиций через амортизацию приводит к сокращению нормы прибыли и дополнительной потребности в финансировании.

5. На основе авторского исследования исторических аспектов становления и трансформации мировой финансовой системы автором сделан вывод о том, что способ распространения и обеспечения окупаемости ключевых технологических инноваций определяет инфраструктуру мировой финансовой системы, но впоследствии именно этот способ становится источником ее противоречий, что, как правило, приводит к глобальному финансовому кризису (с. 71–84).
6. Одним из важнейших выводов автора следует считать обоснованное утверждение, что финансовые инструменты, обращающиеся на разных рынках, находясь в консолидированном фонде, подчиняются тенденциям ценообразования фонда, а не самостоятельным траекториям определения цены финансового инструмента, причем чем крупнее фонд, тем больше его влияние на рынки каждого входящего в него финансового инструмента (с. 134).
7. Обоснование влияния оборота акций и капитализации внутренних рынков на динамику прямых иностранных инвестиций в разрезе стран позволила автору обосновать вывод о негативном влиянии сокращения времени владения акциями на инвестиционную привлекательность. Основной заслугой автора в данном контексте можно считать обоснование механизма обратной связи между рынком капитала и мировой финансовой системой (с. 187–190).
8. Обоснование частичной неработоспособности ключевых экономико-математических моделей, объясняющих рыночную динамику, под влиянием противоречий мировой финансовой системы (с. 193–195).
9. Примененная автором методика анализа волатильности на основе сопоставления фактических и ранжированных данных (с. 204) в

сопоставлении с построенными обратными кривыми доходностей (с. 210–211) на рынке облигаций позволила создать методологическую основу межрыночного анализа, который лег в основу предложенной автором модели ценообразования на рынках капитала под влиянием противоречий мировой финансовой системы (с. 215–220).

10. С учетом результатов межрыночного анализа автором обоснованно принята за ключевое условие эффективности функционирования рынка капитала стабилизация общей валюты и закрытие от внешних финансовых угроз валютного рынка ЕАЭС (с. 297–304). Предлагаемая автором модель внедрения защищенной от волатильности расчетной единицы позволит сократить уязвимость рынка капитала от влияния противоречий мировой финансовой системы, что особенно актуально в условиях ужесточения финансово-экономических санкций.

Обоснованность выводов подтверждается большим количеством источников информации, использованной автором при подготовке диссертации. При построении моделей и анализе эмпирических данных автором использовались широкие релевантные выборки исходных данных за продолжительный период времени, что подтверждает достоверность полученных выводов.

Следует особо отметить, что исторические аспекты развития мировой финансовой системы рассмотрены в работе не только в качестве историко-теоретического базиса исследования, что безусловно должно иметь место в исследованиях высокого научного уровня, но и с позиции определения прямых и обратных связей между возникновением противоречия, перерождением его в кризис, разрешением кризиса и изменением ролей в мировой финансовой системе. В данном контексте автором уместно проанализированы современные теории экономического роста и сделан правомерный вывод о необходимости учета фактора доступности и стоимости финансовых ресурсов при описании причин неоднородности

экономического роста. Кроме того, автором последовательно обоснован вывод о роли финансового рынка и финансового механизма современной сферы услуг в обеспечении возможности для достижения эндогенного экономического роста (стр. 149). Кроме того, вызывает интерес позиция автора относительно противоречия между ростом финансовых показателей и достижением экономического роста. Действительно, в тексте диссертации неоднократно отмечено и убедительно доказано, что достижение высоких уровней показателей финансовой результативности, как корпоративных, так и глобальных, если они являются целью совершения операций на финансовом рынке, фактически приводит к сокращению производительности и замедлению экономического роста.

Автором уместно и на высоком уровне используются методы научного познания: аналитические, логические, методы математического моделирования, диалектические методы, методы построения систем, исторический анализ.

Кроме того, достоверность выводов подтверждается апробацией результатов диссертационного исследования как на теоретическом уровне в ходе обсуждения на научных конференциях, так и в практической деятельности Института стран СНГ, Союза по защите прав потребителей финансовых услуг, а также в академической среде – при чтении углубленных курсов для обучающихся в магистратуре Московского государственного университета им М. В. Ломоносова.

Теоретический вклад автора в развитие экономической науки выражается в:

1. Теоретическом осмыслении и последовательном обосновании невозможности получения релевантных результатов оценки операций на финансовых рынках путем применения классических подходов, основанных на теории портфеля Г. Марковица, модели оценки капитальных активов У. Шарпа, теории ценообразования опционов

Блэка-Шоулза-Мертон, гипотезе эффективного рынка Ю. Фамы, теории Модильяни-Миллера.

2. Глубоком осмыслении истории развития противоречий мировой финансовой системы, построении генезиса финансовой системы, выявлении ролей и функций ее участников и механизмов возникновения в ней дисбалансов, противоречий и кризисов как способов разрешения противоречий.
3. Обосновании невозможности толкования глубинных противоречий мировой финансовой системы с точки зрения неоклассических теорий общего равновесия. Представляется важным теоретическим достижением автора обоснование вывода о том, что самостоятельно финансовая система не в состоянии за счет рыночного механизма восстановить равновесное состояние до устранения причин возникающих в ней глубинных противоречий.
4. Обосновании влияния противоречий мировой финансовой системы на модель экономического роста и неспособности существующих моделей, лишь часть из которых косвенно учитывает структуру источников финансирования в обеспечении экономического роста, к точному определению рыночной динамики.
5. Построении целостной системы механизмов влияния противоречий мировой финансовой системы на рынок капитала, его различные секторы и финансовые инструменты.
6. Оценке возможных причин сокращения влияния доллара на противоречия мировой финансовой системы за счет смены ведущей роли данной валюты в функционировании глобального рынка капитала.

Практическая значимость работы состоит в обосновании оцениваемых параметров, характеризующих наличие противоречий в мировой финансовой системе, таких как сопоставление cost и value при оценке инвестиций, качественный переход между микроэкономическим

кредитным риском и макроэкономическим риском ликвидности, универсальные и часто повторяющиеся схемы формирования широко диверсифицированных финансовых портфелей.

Кроме того, автором убедительно доказано, что трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики определяет сегодня роль банковского сектора в формировании противоречий мировой финансовой системы, что, в свою очередь, приводит к распространению кризисов банковской ликвидности во все сегменты мировой финансовой системы.

Практическую ценность имеют и результаты первичных публичных размещений акций с точки зрения выводов автора о независимости ценообразования на фондовых рынках от фундаментальных факторов развития бизнеса.

Безусловный практический интерес представляет проведенный автором корреляционный анализ ценовой динамики различных товарных групп и интерпретация его результатов. Автором за счет анализа товарных рынков убедительно доказано, что ценообразование на рынке производных финансовых инструментов определяет один из механизмов влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала. Важным выводом проведенного исследования является определение переломного момента – при достижении индексом S&P отметки в 2000 пунктов характер ценообразования меняется, а зависимость цен биржевых товаров от динамики фондового индекса становится прямой, а не обратной.

Практическую ценность имеет проведенный автором анализ текущей ситуации на рынке капиталов, в частности, оценка последствий перехода в международных контрактах от ставок LIBOR к ставкам SOFR в контексте задач диссертационного исследования; а также глубокий авторский анализ принципов изменения межрыночных связей под влиянием противоречий мировой финансовой системы.

Однако диссертационная работа **не лишена недостатков**, среди которых можно отметить:

1. Подход автора к роли деловых циклов в формировании противоречий мировой финансовой системы кажется непоследовательным. Так, на странице 44 отмечено: «... делового цикла, порождающего паники или эйфории на рынках и призывающих финансовые рынки к безудержным спекуляциям или к жестким рецессиям, в зависимости от желания инвесторов вкладывать свои ресурсы в финансовые активы», тогда как на странице 90 Международному валютному фонду приписывается негативная роль в поддержке делового цикла, за счет которого происходит перераспределение ликвидности на финансовые рынки более развитых стран, после чего особое внимание автора в этом вопросе посвящается глобальному регулированию эластичности денежного предложения в контексте его влияния на деловой цикл.
2. На странице 50 содержится спорная позиция: «Во-вторых, полагаем, что противоречия мировой финансовой системы могут сформироваться без участия рынка капитала. Формирование фиктивного капитала часто возникает на фоне процессов замещения труда капиталом или редукции труда. Если капитал замещает труд, то в структуре цены (и добавленной стоимости) заработная плата замещается амортизацией. Неденежный характер последней может стать причиной возникновения противоречий безо всякого участия в этом процессе фондового рынка. Причина в росте коэффициента Тобина – отношения рыночной стоимости средств производства к их восстановительной стоимости». Данная позиция опровергается автором при анализе эмпирических данных в последующих разделах диссертационной работы.
3. На странице 57 диссертации автором приведен следующий вывод относительно влияния блокчейн-технологий на кредитный рынок: «платежные системы, основанные на криптовалютах с позиции влияния на кредитный рынок, не представляют возможности

клиринга. ... входящий денежный поток из системы априори невозможен, следовательно, банк самостоятельно изыскивает способы монетизации полученных криптовалют». Данный вывод представляется не вполне обоснованным с позиции развития криптобирж и роста их роли на финансовом рынке.

4. Избыточным представляется внимание автора к описанию банковской системы США и причинно-следственных связей, обуславливающих динамику элементов банковских пассивов и обязательств на страницах 156–160 диссертации. Кроме того, на страницах 174–186 проведен крайне подробный анализ деятельности американских компаний и их финансовых результатов, что также можно считать избыточным для раскрытия темы анализируемой диссертации.

Отмеченные недостатки не снижают общей положительной оценки диссертационной работы, ее существенного вклада в развитие экономической науки. Поставленная автором цель диссертационного исследования достигнута, задачи решены.

Диссертационная работа решает сложную экономическую задачу, имеет широкий потенциал внедрения выводов в практическую деятельность на уровне государства и международных объединений, имеющих общий рынок капитала, кроме того, объект исследования является сложным и многогранным, что предполагает возможность дальнейшего научного поиска в данном направлении и формирование полноценной научной школы, посвященной исследованиям такого рода.

Материалы диссертационного исследования логичны, достоверны, выполнены в едином авторском стиле, лишены недобросовестных заимствований. Диссертационная работа выгодно отличается глубиной проработки материалов, отличным владением методологическим аппаратом исследования и терминологическим аппаратом, широким охватом источников информации и данных.

Автореферат диссертации в полном объеме раскрывает основные результаты, полученные лично автором, и составляющие элементы научной новизны диссертационного исследования.

Публикации в полной мере соответствуют заявленной теме диссертационной работы, достаточны и раскрывают основное содержание диссертации.

Работа соответствует требованиям Положения о присуждении ученых степеней, а ее автор, Динец Дарья Александровна, заслуживает присуждения ученой степени доктора экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы.

Официальный оппонент

профессор кафедры экономики и финансов, Одинцовский филиал ФГАОУ ВО

«Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации», факультет финансовой экономики,

доктор экономических наук,

профессор

Левин Юрий Анатольевич

Контактная информация:
Одинцовский филиал ФГАОУ ВО
«Московский государственный институт
международных отношений (университет)
Министерства иностранных дел Российской Федерации»
143007, Московская область, г. Одинцово, ул. Ново-Спортивная, д.3
Тел.: +79167444005
e-mail: levin25@mail.ru

аверяю
оналом
санова