



29.03.2017 № 60-УНТ

На № _____ от _____



«Утверждаю»

Проректор по научной работе

**Федерального государственного автономного
образовательного учреждения высшего
образования «Московский государственный
институт международных отношений
(университет) Министерства иностранных
дел Российской Федерации»
доктор исторических наук (07.00.03 –
Всеобщая история), профессор**

Кожокин Евгений Михайлович

«29» марта 2017 г.

ОТЗЫВ

ведущей организации на диссертационную работу Мусихиной Е.А. «Факторы, определяющие динамику процесса первоначального размещения акций на мировом рынке ценных бумаг в условиях глобализации», представленную в диссертационный совет Д 501.002.03 на базе Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова» на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.14 – Мировая экономика.

Диссертация Мусихиной Е.А «Факторы, определяющие динамику процесса первоначального размещения акций на мировом рынке ценных бумаг в условиях глобализации» представляет собой самостоятельное, завершенное, научно обоснованное, логично и последовательно изложенное исследование. Результаты исследования содержат научную новизну, достоверны, обладают практической и теоретической ценностью, значимы для национальной экономики России. Диссертационная работа обладает оригинальностью и отражает высокий исследовательский потенциал автора.

Несмотря на то, что теме первоначального размещения акций посвящено значительное число работ отечественных и зарубежных исследователей, большинство из них освещает прикладные аспекты, а исследование процесса IPO лежит в сфере отслеживания динамики общих трендов, реже с указанием причин их смены. Особенность представленного к защите исследования состоит в разработке и предложении многостороннего подхода к изучению процесса IPO на разных уровнях (рынке страны, региона или мира в целом) за счет агрегирования факторов, определяющих динамику и структуру процесса, ранее остававшихся вне фокуса внимания исследователей.

Актуальность избранной диссертантом темы не вызывает сомнений, поскольку в настоящее время в России существует две остро стоящие проблемы процесса IPO: во-первых, малое число российских IPO, и, во-вторых, проведение основной массы этих размещений за границей. В связи с этим, большое научное и практическое значение приобретает выявление факторов, определяющих динамику процесса IPO в стране как с позиции активности российских эмитентов, так и с позиции активности инвесторов на национальных биржах. Для выявления комплекса факторов, определяющих активность IPO были исследованы процессы IPO в странах-лидерах по показателям активности IPO на мировом рынке. Учет влияния глобализации на процесс IPO привнес в работу элемент новизны и усилил ее актуальность,

поскольку в современных условиях экономические и политические процессы, протекающие в одной стране, отражаются на деятельности в странах-контрагентах, а при высокой значимости страны на мировой арене - и на мировом финансовом рынке в целом .

Научные положения работы обоснованы и достоверны, что подтверждается следующим:

- в качестве теоретической и методологической основы диссертации использованы работы иностранных и российских авторов, посвященные международным фондовым рынкам, теории инвестиций, процессам развития фондового рынка в России;
- информационно-эмпирическая база сформирована на основе нормативно-правовых актов РФ, статистических материалов ЦБ РФ, ФСГС РФ, Московской Биржи, Банка международных расчетов, Всемирного банка и др., аналитических исследований ведущих участников рынка, СРО, признанных в научном сообществе ученых.

Структура диссертации является логически продуманной и позволяет полностью раскрыть тему диссертационного исследования. Диссертация состоит из введения, четырех глав, заключения, приложений и списка использованной литературы.

Во введении обосновывается актуальность темы исследования, его объект, предмет, цель, задачи, устанавливается практическая значимость исследования, проводится обзор источников литературы.

В первой главе диссертации автор глубоко прорабатывает и структурирует понятийный аппарат, четко разграничивая ключевые термины размещения и их англоязычные аббревиатуры и выстраивая иерархию понятий, приведенную в авторской схеме на с. 16. Заслуживает внимания выявление автором недочетов и пробелов в формулировках российского законодательства в сфере IPO, а также предложенный им более полный

перечень терминов с трактовками, лаконично вписывающимися в существующие законы РФ.

Диссертантом также затронут остро стоящий вопрос смешения и неправильного использования терминов и аббревиатур в области исследования IPO, свидетельствующий о недостаточности используемой сегодня практиками терминологической базы. В диссертации разработана авторская методика исследования с введением собственных понятий и категорий, что свидетельствует о глубине проработки автором методологии исследования. Новыми терминами, в частности представленными на с. 21-22, являются "активность проведения IPO", "цикличность IPO", "точки роста", "источники " и "центры концентрации" мировой/региональной активности IPO. Автор разработал схему развития процесса IPO на страновом уровне, представленную на стр. 23, с последовательным прохождением трех стадий: начальной, стадии источника и стадии центра концентрации мировой активности IPO.

Новаторским является предложение автора исследовать не только количественные показатели процесса IPO (число сделок и стоимостной объем), но и его качественные характеристики (в частности, его структуру). Этот подход позволил автору разработать комплексную типологию IPO, объединившую встречающиеся в различных источниках типы IPO (такие как приватизационное, спонсируемое и др.). И если выделение типов IPO по объему и отрасли встречалось у исследователей ранее, то характеристика трех других типов (по типу собственников в уставном капитале компании, по организационно-правовой форме общества, проводящего IPO, по участию специализированных инвесторов - с. 25) ранее не проводилось. Введение нового типа классификации структуры IPO "по участию специализированных инвесторов" ценно еще и потому, что свидетельствует об эволюции структуры IPO вследствие развития мирового

фондового рынка, в частности, за счет появления нового типа инвесторов - фондов прямых инвестиций (ФПИ). Необходимость введения нового типа и в целом типологии IPO обусловлена новой тенденцией мирового процесса IPO - ростом доли спонсируемых IPO в мировой численности IPO. В этом контексте интересно наблюдение автора о двояком влиянии деятельности ФПИ на динамику показателей мировой активности IPO в момент входа и выхода из инвестиций и введение автором понятия "эффект изменения структуры размещений" (с. 43).

Во второй главе представлена авторская классификация факторов, уникальная самой постановкой вопроса, поскольку до настоящего исследования не предпринималась попытка интеграции отдельных факторов для анализа процесса IPO на рынке и, тем более, создания классификации этих факторов. Автор предлагает деление факторов по локализационному (на внешние, и внутренние) и функциональному (на политические, экономические и институциональные) признакам. При этом группа экономических факторов учитывает макро- и микро-компоненты, а группа институциональных подразделяется на формальные правила, неформальные ограничения и механизмы принуждения. Кроме того, особый интерес, новизну и уникальность представленному многофакторному подходу добавляет, с одной стороны, разделение факторов на факторы спроса и предложения, с другой стороны, изучение факторов как на уровне активности компаний-эмитентов, так и на уровне активности IPO на биржах стран. Результаты двухуровневого исследования факторов по странам представлены в сводных региональных таблицах, отражающих влияние факторов на процесс IPO.

Многоаспектное исследование влияния фактора глобализации отражает инновационность подхода автора к исследованию процесса IPO в условиях ускорения интеграционных процессов и усиления межстрановых

взаимосвязей. Во-первых, автор исследует влияние глобализации на активность процесса IPO на рынках разных географических регионов: мировом, региональном уровне и в отдельно взятых странах. Во-вторых, фактор глобализации рассматривается автором в двух аспектах, сначала, как на среду, в которой протекает процесс IPO, а затем, как на фактор, усиливающий воздействие прочих внешних и внутренних факторов. В результате анализа автор приходит к выводу о двойственном влиянии глобализации на активность процесса IPO на страновом и мировом уровне и на перераспределение активности IPO на мировом рынке. В работе правильно, на наш взгляд, выделяются три важнейших эффекта глобализации (с. 61-64): "эффект выравнивания условий", "структурный эффект," "локализационный эффект." Автор выявляет стимулирующее влияние глобализации (как среды, в которой происходит процесс IPO) на внутристрановую активность IPO через эффект выравнивая условий и структурный эффект, следствием действия которых является более равномерное распределение активности IPO на мировом рынке. Вместе с тем отмечается, что наличие протекционистских барьеров в национальной экономике не дает возможность проявиться указанным эффектам в полной мере, что приводит к формированию локализационного эффекта глобализации, выражающегося в концентрации активности IPO на рынке отдельных стран.

В третьей главе автор применяет на практике авторскую методику исследования, предложенную в первой главе, оперируя различными научными методами: дедукции и индукции, а также применяя методы анализа, агрегирования и синтеза. Автор движется последовательно от общего к частному, анализируя динамику количественных показателей процесса IPO на трех уровнях: мировом, региональном и страновом. Сначала диссертант изучает активность проведения IPO на мировом уровне и справедливо отмечает неравномерность и цикличность процесса IPO во

времени и в пространстве. Затем автор переходит к анализу факторов, определяющих высокий уровень активности IPO, агрегирует совокупность полученных факторов и, наконец, переносит ее на российские реалии, выделяя наиболее проблемные факторы, действующие на российском рынке ценных бумаг.

В четвертой главе автором подробно исследован комплекс факторов, оказывающих влияние на динамику активности процесса IPO в России, а также проанализирована отраслевая структура первоначальных размещений акций. Автор анализирует протекционистские меры регулятора фондового рынка и Правительства РФ, направленные на переориентацию IPO российских фирм с зарубежных на отечественные биржи, и делает вывод об их крайне низкой эффективности и ошибочности текущих приоритетов. Интересно исследование российских бирж как потенциального регионального центра концентрации. В работе также уделено внимание факторам, определяющим в целом низкую инвестиционную активность в России, что несомненно влияет на активность процесса IPO в стране. Можно поддержать вывод автора о том, что без решения системных проблем институционального характера невозможно выстроить эффективно функционирующий рынок капитала и экономику страны в целом.

В результате проведенного исследования диссертант выделяет ключевые институциональные факторы российского процесса IPO, определяющие его специфику. Неожиданным выводом, учитывая ресурсную ориентацию российской экономики в целом, но, тем не менее, статистически доказанным, является вывод о достаточно диверсифицированной отраслевой структуре российских IPO. Автор уделяет внимание и такой качественной характеристике процесса IPO как спонсируемые размещения, отмечая, однако крайне незначительные показатели спонсируемых IPO в России.

Теоретическая значимость исследования состоит в углублении и расширении теоретических положений по проблематике рынка ценных бумаг как в контексте категориального аппарата финансового рынка, типологизации сделок IPO, так и в классификации и определения характера действия факторов, влияющих на операции рынка ценных бумаг.

Результаты исследования могут найти широкое практическое применение. Сделанные автором выводы могут использоваться Банком России при разработке документов по регулированию деятельности участников рынка ценных бумаг, Федеральным Собранием Российской Федерации при разработке законопроектов, регулирующих деятельность участников рынка ценных бумаг РФ, другими органами государственной власти.

Практическая значимость диссертации состоит также в возможности использования ее основных положений в учебных курсах на экономических факультетах высших учебных заведений для студентов бакалавриата и магистратуры в рамках преподавания следующих дисциплин: «Рынок ценных бумаг», «Мировая экономика», «Современный мировой финансовый рынок» и др.

Диссертационное исследование Мусихиной Е.А. выполнено на высоком научном уровне. Отмечая очевидные достоинства диссертации, новизну, теоретическую и практическую значимость проведённого исследования, считаем необходимым сделать в отзыве некоторые критические замечания.

1. Спорным, на наш взгляд, является утверждение автора, что ФПИ (фонды прямых инвестиций) чаще всего увеличивают инвестиции в IPO, являясь их спонсором, в период кризиса, а выходят из инвестиций на фоне роста мировых индексов. Как подтверждается

статистикой, в период кризиса количество IPO резко сокращается.

2. Указывая в таблице на стр. 35 факторы, определяющие уровень активности IPO в стране, автор, на наш взгляд допустил неточность, причислив характеристики компании-эмитента одновременно к внутренним и внешним факторам. На наш взгляд, этот фактор следует считать внутренним микроэкономическим фактором. Это требует разъяснения автора.

Вместе с тем, указанные замечания не умаляют достоинств диссертации.

В итоге можно констатировать, что диссертация Мусихиной Екатерины Александровны подготовлена с учётом достигнутых современной экономической наукой знаний, основана на широком круге источников, является самостоятельным, завершённым научным исследованием актуальной проблемы.

Автореферат Мусихиной Екатерины Александровны полностью отражает основное содержание диссертационной работы.

Диссертация Мусихиной Екатерины Александровны отвечает всем требованиям "Положения о присуждении учёных степеней", утверждённого Постановлением Правительства Российской Федерации № 842 от 24 сентября 2013 года, а ее автор, Мусихина Екатерина Александровна, заслуживает присуждения искомой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.14 - Мировая экономика

Отзыв ведущей организации подготовлен доцентом кафедры Международных финансов МГИМО МИД России Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования "Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской

Федерации» кандидатом экономических наук, доцентом, Амвросовым Владимиром Анатольевичем.

Отзыв обсужден и одобрен на заседании кафедры «Международные финансы» Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования "Московский государственный институт международных отношений (Университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации", протокол № 8 от 22 марта 2017 г.

Заведующий кафедрой «Международные финансы» Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования "Московский государственный институт международных отношений (Университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации",
к.э.н., (08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит)

Миловидов Владимир
Дмитриевич

Адрес: 119454, г.Москва, проспект Вернадского, д.76,
тел.: (495)434-00-89, e-mail: rectorat@inno.mgimo.ru



Подпись гр. В.В. Миловидов заверяю
Заместитель Секретарь
 О.В.Шишкина