

ЗАКЛЮЧЕНИЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО СОВЕТА Д 501.002.03 на базе
ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова»
по диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук.

Решение диссертационного совета от 24 марта 2016 г., протокол № 2.

О присуждении Кашкину Антону Викторовичу ученой степени кандидата экономических наук.

Диссертация «Влияние иностранных инвестиций на российский рынок ценных бумаг» по специальности 08.00.14 Мировая экономика принята к защите «03» декабря 2015 г. № протокола 17 диссертационным советом Д 501.002.03 на базе ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова», расположенного по адресу: 119991, г. Москва, ГСП-1, Ленинские горы д. 1, строение 46, созданным приказом Рособнадзора № 1484-1098 от 18 июля 2008 г. с изменениями, внесенными указом Минобрнауки России № 813/нк от 18 ноября 2013 г.

Соискатель Кашкин Антон Викторович 1984 г. рождения, гражданин России, работает старшим аналитиком в АО «Бэлл Интегратор». В 2005 году соискатель окончил бакалавриат общеэкономического факультета ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», присуждена степень бакалавра экономики по направлению «Экономика», специализация «Финансы и кредит». В 2006 году соискатель окончил специалитет финансового факультета ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», присуждена квалификация экономист по специальности «Финансы и кредит», специальность «Банковское дело». С 2013 по 2015 гг. Кашкин А. В. был прикреплен к аспирантуре экономического факультета ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова» в качестве соискателя.

Диссертация выполнена на кафедре мировой экономики экономического факультета ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова».

Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор Кулаков Михаил Васильевич работает в должности профессора кафедры мировой экономики экономического факультета ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова».

Официальные оппоненты:

- Шуркалин Александр Константинович - доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой экономической теории ФГБОУ ВО «Российский государственный университет нефти и газа имени И.М. Губкина»,

- Жариков Михаил Вячеславович - кандидат экономических наук, доцент кафедры международных экономических отношений ГКОУ ВО «Российская таможенная академия»

дали положительные отзывы о диссертации.

Ведущая организация ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» г. Москва в своем положительном заключении, подготовленном Пospelовым Валентином Кузьмичем, доктором экономических наук, профессором кафедры мировой экономики и международного бизнеса ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» и утвержденном проректором по научной работе ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» доктором экономических наук, профессором Цветковым В.А., указала, что диссертация «представляет собой самостоятельное, завершенное, научно обоснованное, логично и последовательно изложенное исследование» и соответствует требованиям п.9 и п.10 «Положения о порядке присуждения ученых степеней».

Соискатель имеет 13 опубликованных работ, из них по теме диссертации 13 научных работ общим объёмом 9,5 печатных листов, в том числе 5 статей в научных журналах и изданиях, которые включены в перечень российских рецензируемых научных журналов и изданий для опубликования основных научных результатов диссертаций, рекомендованный ВАК:

1. Взаимодействие государства и финансовой системы: уроки японского опыта. / Кашкин А. В. // Экономика и управление собственностью. - 2009. - № 1. - С. 27-30;
2. Об обязательном раскрытии информации о конечных владельцах депозитарных расписок, выпущенных на акции российских компаний. / Кашкин А. В. // Экономика и управление собственностью. - 2014. - № 3. - С. 39-43;
3. Обязательное раскрытие информации о конечных владельцах депозитарных расписок, выпущенных на акции российских компаний. / Кашкин А. В. // Общество и экономика. - 2013. - № 1-2. - С. 216-224;

4. Роль государства во время кризиса: поддержка экономики или передел собственности? / Кашкин А. В. // Имущественные отношения в Российской Федерации. - 2009. - № 3. - С. 6-16;
5. Финансовый кризис 2008 г. и государственная финансовая политика: чем она может помочь кризису, а чем навредить? / Кашкин А. В. // Общество и экономика. - 2008. - № 12. - С. 2-15.

7 статей в прочих научных изданиях:

6. Анализ государственной финансовой политики до начала и во время кризиса 2008 г. / А.В. Кашкин // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2009. - № 1. - С. 6-13;
7. Анализ государственной финансовой политики до начала и во время кризиса 2008 г. Российская ситуация и зарубежный опыт. / А.В. Кашкин // Вопросы экономики и права. - 2008.- № 4. - С. 3-10;
8. Законодательные новации в проведении корпоративных действий российскими эмитентами: позитивный Закон № 282-ФЗ. / Кашкин А. В. // Депозитариум. - 2013. - № 4. - С. 9-14;
9. Государственная политика и кризис в России. / Кашкин А. В. // Бизнес и банки. - 2009. - № 2. - С. 1-4;
10. Грозит ли нам "потерянное десятилетие"? / Кашкин А. В. // БДМ. Банки и деловой мир. - 2009. - № 1-2. - С. 28-31;
11. Роль государства в возникновении и развитии кризиса в России в контексте зарубежного опыта. / Кашкин А. В. // Инвестиционный банкинг. - 2008. - № 04. С. 111-120;
12. Требования к раскрытию информации о конечных владельцах депозитарных расписок: практическая реализация. / Кашкин А. В. // Депозитариум. - 2013. - № 1/2. - С. 23-27.

А также 1 работу в зарубежных научных изданиях:

13. Kashkin A. V. Corporate actions for holders of Russian securities. Journal of Securities Operations & Custody, Volume 5 Number 3 of 2013, London. Pp. 276-291.

Наиболее значимыми научными работами по теме диссертации являются статьи, указанные в пунктах 1 – 5, 8, 13.

На диссертацию и автореферат поступили отзывы от д.э.н., руководителя Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов ФГБУ «Научно-исследовательский финансовый институт» при Министерстве финансов Российской Федерации (НИФИ) Швандар К. В.; от д.э.н., профессора кафедры экономики знаний Высшей школы современных социальных наук ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова» Максимова Ю. Н.; от к.э.н., финансового директора ООО «Т.К. Ван и Ко» Карсляна К. А. Все отзывы положительные. Критические замечания состоят в том, что

- не рассмотрено влияние иностранных инвестиций на фондовые рынки стран партнеров РФ по Евразийскому экономическому союзу и влияние иностранных инвесторов на фондовые рынки стран ЕАЭС, как на взаимосвязанную систему.

- было бы целесообразно привести более подробные рекомендации по эффективному государственному управлению иностранными инвестициями на фондовом рынке РФ. Более глубокого внимания заслуживает современная государственная политика в области развития российского фондового рынка, сравнение ее с рекомендациями и прогнозами, сделанными автором.

- значительное внимание уделяется анализу влияния иностранных инвесторов на динамику российского рынка, в то время, как анализ влияния таких инвесторов на развитие рынка приведен в очень сокращенном виде.

Выбор официальных оппонентов и ведущей организации обосновывается наличием у них научных достижений по рассматриваемым в диссертации вопросам, а также существенным вкладом в исследование проблем финансовых рынков. Финансовый университет при Правительстве РФ известен своими достижениями в исследовании связей национального российского и мирового фондовых рынков.

Диссертационный совет отмечает, что на основании выполненных соискателем исследований:

- **разработана** авторская модель графического представления и анализа спроса и предложения на рынке ценных бумаг. Использование данной модели позволяет доказать, что сокращение волатильности развивающегося РЦБ может быть достигнуто (1) при помощи повышения эластичности и объема предложения на рынке ценных бумаг, а также (2) путем сокращения относительного объема спроса на рынке ценных

бумаг со стороны иностранных инвесторов и путем предотвращения быстрых и сильных колебаний в величине этого спроса;

- **предложено** (1) разделить влияние иностранных инвесторов на данный развивающийся национальный фондовый рынок на два вида: влияние на развитие рынка и влияние на динамику рынка; (2) обоснование различного влияния, оказываемого иностранными инвесторами на развитые и развивающиеся рынки ценных бумаг, важным аспектом которого является то, что любое влияние иностранных инвесторов на развивающиеся РЦБ оказывается более значительным, чем на развитые рынки. К причинам такого различия относятся: (1) различия в относительных размерах как фондовых рынков, так и их участников; (2) различия в степени развития самих фондовых рынков;

- **доказано**, что (1) высокая волатильность развивающегося рынка ценных бумаг (РЦБ) является реакцией обладающего узким, неглубоким и неэластичным предложением рынка на краткосрочные изменения относительно большого по объему и высокоэластичного спроса со стороны иностранных инвесторов. В свою очередь, влияние иностранных инвесторов на развитие конкретного фондового рынка выражается в содействии формированию его структуры и инфраструктуры по образу рынка-донора иностранных инвестиций; (2) для сокращения негативных эффектов влияния иностранных инвесторов на фондовый рынок и увеличения позитивных эффектов такого влияния, необходимо дополнить и, где это возможно, заменить влияние иностранных инвесторов на развитие российского РЦБ целенаправленной государственной национальной политикой, способствующей одновременно обеспечению экономики достаточным количеством иностранных инвестиций и максимальному сокращению волатильности национального фондового рынка, вызванной притоком и оттоком иностранных инвестиций;

- **введена** авторская трактовка характера влияния иностранных инвесторов на развивающийся фондовый рынок России в зависимости от степени специализации таких инвесторов на данном рынке.

Теоретическая значимость исследования обоснована тем, что:

- **доказано**: сила влияния иностранных инвесторов на национальный развивающийся фондовый рынок ослабевает по мере его развития. Также по мере развития фондового рынка страны влияние иностранных инвесторов на него приобретает более

положительный характер, в отличие от преобладания негативного влияния на ранних стадиях формирования рынка;

- применительно к проблематике диссертации эффективно использован комплекс современных методов экономико-статистического анализа, а также методы исторического и сравнительного анализа, метод дедукции и индукции, изучение причинно-следственных связей, анализ и синтез, экспертные оценки;

- изложены непосредственные причины возникновения зависимости российского РЦБ от иностранных инвесторов. Это (1) занятие иностранными портфельными спекулятивными инвесторами места, отведенного приватизационной реформой чековым инвестиционным фондам после ее провала; (2) уход лучших российских эмитентов на рынки депозитарных расписок за пределы страны. Вместе с проведенной ранее в условиях неработоспособного РЦБ массовой приватизацией указанные факторы привели к формированию олигополистического фондового рынка с преобладанием на нем инсайдеров-резидентов и портфельных спекулянтов-нерезидентов с явным перевесом по торговой активности и объемам активов в пользу последних;

- раскрыт характер влияния иностранных инвесторов на развитие и динамику национального фондового рынка. Влияние на развитие состоит в изменении структуры и инфраструктуры рынка под воздействием иностранных инвесторов. Влияние на развитие является наиболее ценным результатом присутствия иностранных инвесторов на развивающемся фондовом рынке, поскольку иностранные инвесторы наполняют рынок ликвидностью, обеспечивают спрос на услуги инфраструктуры рынка, способствуют передаче на этот рынок современных технологий, корпоративной культуры, обеспечивают приток высококлассных специалистов, развитие законодательной базы. Влияние на динамику в свою очередь выражается в изменении стоимости торгуемых на рынке активов в результате сделок купли-продажи ценных бумаг, совершаемых иностранными инвесторами на рынке. Важной особенностью такого вида влияния является способность иностранных инвестиций существенно повышать волатильность национального РЦБ, что обусловливается высокой мобильностью и значительной величиной их спроса в сочетании с низкой эластичностью и относительно меньшим объемом предложения на национальном развивающемся фондовом рынке;

- изучены условия, в которых вследствие внутреннего инвестиционного дефицита экономика развивающейся страны привлекает иностранные инвестиции для

финансирования своего дальнейшего развития. Установлено, что (1) в описанной ситуации первостепенной для страны является задача эффективного управления привлекаемыми иностранными инвестициями в целях минимизации их отрицательных и максимизации положительных эффектов; (2) в роли механизма, обеспечивающего данное управление, выступает фондовый рынок;

- **проведена** модернизация графического представления и анализа спроса и предложения на рынке товаров и услуг с целью его адаптации, и использования для оценки влияния иностранных инвестиций на динамику РЦБ; отобраны и использованы числовые параметры фондового рынка, достоверно отражающие увеличение и сокращение спроса и предложения на фондовом рынке.

Значение полученных соискателем результатов исследования для практики подтверждается тем, что:

- **разработаны и внедрены** в учебно-методический процесс кафедры мировой экономики экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова методики по (1) оценке содержания влияния притока и оттока иностранных инвестиций на числовые параметры предложения на рынке ценных бумаг и по (2) оценке силы влияния иностранных инвесторов на развитие и динамику национального РЦБ в зависимости от степени специализации таких инвесторов на данном развивающемся рынке. Результаты диссертации используются при чтении курсов «Международная экономика», «Экономика стран и регионов», «Международные валютно-финансовые отношения»; результаты исследования доложены на VIII межвузовской научной конференции на тему «Финансовые аспекты развития России в условиях глобализации и нестабильности», проведенную в Академии бюджета и казначейства Министерства финансов РФ (о чем свидетельствуют справки о внедрении из этих учреждений);

- **определены** перспективные направления деятельности институтов государственного регулирования российского фондового рынка для понижения волатильности последнего в долгосрочном периоде: (1) повышение эластичности и объема предложения на рынке ценных бумаг; (2) сокращение относительного (по отношению к предложению, а не абсолютного) объема спроса на рынке ценных бумаг со стороны иностранных инвесторов и предотвращение резких быстрых колебаний в величине этого спроса; (3) повышение эффективности РЦБ как инструмента перераспределения иностранных инвестиций в реальный сектор, за счет развития его инфраструктуры и регулирования. Определены перспективные направления деятельности регулятора

российского финансового рынка в краткосрочном периоде: в целях предотвращения резких быстрых колебаний в величине спроса на фондовом рынке и как следствие увеличения его волатильности, необходимо (1) сокращение доли краткосрочных и спекулятивных иностранных инвесторов (в первую очередь хедж-фондов) и (2) увеличение доли долгосрочных консервативных иностранных инвесторов (в первую очередь глобальных инвестиционных фондов, пенсионных фондов и страховых компаний);

- **создан** комплекс практических рекомендаций по замещению влияния иностранных инвесторов на российский РЦБ государственной политикой в области развития рынка. Такие рекомендации разработаны в следующих направлениях: (1) повышение эффективности РЦБ как инструмента перераспределения иностранных инвестиций в реальный сектор; (2) сокращение волатильности национального фондового рынка, вызванной притоком и оттоком иностранных инвестиций;

- **представлены** рекомендации для государственной программы по развитию фондового рынка на средне- и долгосрочную перспективу. Представлена оценка современной государственной политики в области регулирования и развития российского РЦБ в сравнении с предложенными рекомендациями и выводами, сделанными в диссертации. Реализуемая в настоящий момент федеральная государственная программа по развитию фондового рынка в целом соответствует выдвинутым в исследовании рекомендациям, и ее продолжение позволит российскому фондовому рынку существенным образом повысить свою конкурентоспособность на мировом уровне, и вместе с тем стать эффективным и безопасным инструментом передачи иностранных инвестиций в экономику страны.

Оценка достоверности результатов исследования выявила:

- **теоретические подходы**, изложенные в работе, в полной мере соответствуют фундаментальным концепциям в области исследования взаимодействия инвесторов и фондовых рынков на мировом рынке финансов и свидетельствуют о самостоятельном научном видении автором характера и современных особенностей исследуемых в диссертации проблем;

- **идея** авторской научной концепции базируется на анализе статистических данных, отражающих изменение показателей предложения российского фондового рынка, на фоне увеличения и сокращения спроса со стороны иностранных инвесторов на нем, а

также на обобщении передового российского и зарубежного опыта осуществления иностранных инвестиций и способов их регулирования в отдельных странах;

- **использованы** основные выводы и результаты исследований российских и зарубежных ученых в области исследования мировых фондовых рынков, их взаимосвязей и взаимосвязей их участников; в качестве основы для авторских данных использована статистика ФСГС РФ, ФСФР РФ, Центрального Банка РФ, бирж РТС и ММВБ, позже объединенной Московской Биржи, данные международных финансовых организаций, таких как Всемирный банк, Международный валютный фонд, Банк международных расчетов и Международная финансовая корпорация, Лондонская Фондовая Биржа, Евроклир, отчеты ведущих российских и зарубежных инвестиционных домов, материалы крупных иностранных инвесторов российского фондового рынка: Prosperity Capital Management, Renaissance Capital, Otkritie Capital International Limited;

- **установлено**, что авторские результаты не противоречат результатам, представленным в независимых источниках по данной тематике в части предложений о перспективных направлениях деятельности институтов государственного регулирования российского РЦБ и в части истории возникновения зависимости российского РЦБ от иностранных инвесторов. При этом выводы, полученные автором, расширяют и дополняют результаты других исследователей;

- **использованы** современные и наиболее соответствующие объекту исследования методы анализа собранной статистической информации. Благодаря четкому обозначению области исследования и исключения из исследования не относящихся к нему объектов, анализ проведен конкретно в отношении выбранной темы исследования.

Личный вклад соискателя состоит в:

- **непосредственном участии** автора на всех этапах проведенного исследования, самостоятельном сборе и обработке большого массива статистических и фактических данных по (1) притоку и оттоку иностранных инвестиций с российского фондового рынка, (2) изменениям различных параметров рынка в ответ на этот приток и отток, (3) изменениям состава иностранных инвесторов, представленных на рынке, (4) формированию российского рынка под воздействием иностранных инвестиций; определении и апробации результатов исследования, подготовке основных публикаций по теме диссертации;

- **самостоятельном выявлении** современных тенденций изменения воздействия иностранных инвестиций на российский РЦБ, изменения регулирования рынка в целях сокращения негативных эффектов влияния на него таких инвесторов;
- **формировании** на основе проведенного анализа выводов и практических рекомендаций для российский государственных органов о наиболее эффективном регулировании иностранных инвестиций на российском фондовом рынке.

На заседании 24 марта 2016 г. диссертационный совет принял решение присудить Кашкину Антону Викторовичу ученую степень кандидата экономических наук.

При проведении тайного голосования диссертационный совет в количестве 15 человек, из них 15 докторов наук по специальности 08.00.14 Мировая экономика, участвовавших в заседании, из 21 человека, входящего в состав совета, дополнительно введены на разовую защиту - нет, проголосовали: за 15, против нет, недействительных бюллетеней нет.

Заместитель председателя
диссертационного совета

 Осьмова Маркиана Николаевна

И. о. ученого секретаря
диссертационного совета

 Глущенко Галина Ивановна

24 марта 2016 г.

