

В диссертационный совет Д 501.002.03
на базе федерального государственного
бюджетного образовательного учреждения
высшего образования «Московский
государственный университет
имени М.В.Ломоносова»

ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА

Андроновой Нелли Эдуардовны

доктора экономических наук, консультанта Управления Президента Российской Федерации по обеспечению конституционных прав граждан Администрации Президента Российской Федерации, 103132, Россия, г. Москва, Старая пл., д.4, тел. 8 (800) 200-23-16

на диссертацию Мусихиной Екатерины Александровны

на тему: «Факторы, определяющие динамику процесса первоначального размещения акций на мировом рынке ценных бумаг в условиях глобализации», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.14 – «Мировая экономика».

Диссертационное исследование Мусихиной Е.А. подготовлено на актуальную тему, имеющую важное теоретическое и практическое значение. Целью данной работы является выявление факторов, определяющих динамику и географию процесса первоначального размещения акций (ИРО) на мировом, региональном и страновом уровнях. Структура изыскания отличается четкостью и логичностью построения и соответствует целям и задачам исследования.

Актуальность диссертации обусловлена возрастающим интересом к изучению мировых фондовых рынков, связанным с аспектами первоначального размещения акций в условиях глобализации. Исследование международного опыта и выявление факторов, определяющих высокий уровень активности в странах с наивысшими показателями ИРО, может позволить определить ключевые «направления решения системных проблем экономики России, тормозящих процесс ИРО в стране» (с.5). В настоящее время одной из основных задач дальнейшего развития российской экономики является формирование эффективно функционирующего рынка капитала, включая рынок акций как его сегмента с достаточным числом эмитентов и инвесторов. Вместе с тем текущие российские реалии оборачиваются высокой концентрацией оборота акций, низким числом ИРО на российских

биржах и предпочтением зарубежных площадок для проведения размещения акций, соответственно, низкой привлекательностью российского рынка для инвесторов, что крайне негативно сказывается на состоянии экономики страны.

Автор обоснованно полагает, что «сложившаяся с 1990-х гг. практика российских компаний по проведению большей части первоначальных размещений акций на иностранных площадках не только идет вразрез с общемировой тенденцией реализации основной части IPO на биржах внутри страны, но и представляет собой серьезную проблему как для формирования первичного сегмента рынка акций, так и для развития национального рынка ценных бумаг, его инфраструктуры, а следовательно, и для российской экономики» (с.5-6). Сформулированная в диссертации научная проблема, существующая в России на протяжении двух десятков лет, обосновывает актуальность и значимость исследования факторов, определяющих и ускоряющих процессы на национальных биржах.

Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов, рекомендаций, сформулированных в диссертации.

Обоснованность и достоверность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертационном исследовании, определяются использованием автором в качестве теоретической основы научных трудов российских и зарубежных специалистов, посвященных вопросам фондового рынка и первоначального публичного размещения акций, содержащихся в них концепций, гипотез и теорий, а также комплексным изучением монографий российских и зарубежных ученых, глубоким анализом и обобщением актуальной статистической информации, статей из периодических изданий по теме исследования, материалов международных научно-практических конференций, опубликованных данных на специализированных сайтах в сети Интернет. Вместе с тем автор диссертационного исследования отмечает отсутствие научных трудов, рассматривающих многостороннее влияние глобализации на динамику IPO, комплексное воздействие различных факторов на мировой процесс первоначального размещения акций, а также использующих двухуровневый подход в исследовании процесса IPO на уровне источников активности и центров концентрации. В данной работе также содержится большой массив иллюстративного материала за период 2000-2015 гг.: авторские схемы, графики, диаграммы, увеличивающие наглядность, структурирующие изложенный материал и подтверждающие результаты, выводы и основные положения диссертации. Достоверность положений исследования подтверждается их публикацией в рецензируемых журналах, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве образования и науки Российской Федерации (ВАК).

Основные результаты, полученные автором в ходе диссертационного исследования, содержащие элементы научной новизны.

Проведенное Мусихиной Е.А. исследование позволило получить ряд научных выводов, содержащих элементы научной новизны. К числу ключевых положений, в частности, относится попытка автора максимально полно учесть факторы, влияющие на активность процесса IPO на страновом, региональном и мировом рынках. Диссертант предлагает многоступенчатую и многоуровневую классификацию факторов, учитывающую деление как по локализационному признаку (на внутренние и внешние), так и по функциональному признаку (на экономические, институциональные, политические).

Новаторским при исследовании факторов также является двухуровневый авторский подход, предполагающий учет факторов предложения (определяющих активность эмитента по проведению IPO) и факторов спроса (обуславливающих интерес и активность участия инвесторов в IPO).

Комплексный анализ вышеназванных факторов, безусловно, имеет научную ценность, поскольку осуществляется впервые. Полнота проведенного исследования обеспечивается попыткой автора разработать методологию изучения процесса на рынке любого уровня (странового, регионального, мирового). Большой интерес и особую значимость представляет выявление ключевых факторов, определяющих российский процесс IPO и его особенности.

Практическая значимость диссертационного исследования Мусихиной Е.А. заключается в возможности использования выводов, предложений и рекомендаций в учебном процессе в высших учебных заведениях. Материалы диссертации могут применяться в работе государственных и других структур для формирования правового поля фондового рынка, совершенствования процесса IPO на национальных рынках и решения проблемы преобладающего первоначального размещения акций российских эмитентов на иностранных биржах. Предложенные методологические разработки, теоретический инструментарий, практические предложения могут быть использованы в ходе дальнейших научных исследований по данному направлению, а также в прикладных целях для более глубокого исследования процесса IPO на мировом рынке и в России.

Публикации по теме диссертации.

Основные положения диссертации нашли отражение в опубликованных 4 статьях в журналах из перечня российских рецензируемых научных журналов и изданий ВАК, а также 2 статьях в прочих научных изданиях.

Соответствие паспорту специальностей.

Диссертация написана в рамках исследования п.14 «Мировой фондовый рынок, его механизмы и роль в развитии отдельных стран и мирового хозяйства в целом. Интернационализация деятельности фондовых бирж» и п.6 «Последствия глобализации для развитых и развивающихся стран. Взаимоотношения мирового экономического авангарда и мировой периферии» Паспорта научной специальности 08.00.14 – «Мировая экономика» и полностью им соответствует.

Структура и содержание диссертации, ее завершенность.

Диссертационное исследование, логическая структура которого достаточно обоснована, состоит из введения, четырех глав, заключения, библиографии и приложений.

Во введении раскрывается актуальность темы, характеризуется степень ее изученности, определяются цели, задачи исследования и раскрывается научная новизна диссертации.

Глава I посвящена методологическим аспектам анализа первоначального размещения акций. Изучив различные определения данного понятия, автор уточняет сущность первоначального размещения акций, заключающуюся в том, что «компания впервые размещает свои акции среди неограниченного числа инвесторов, то есть на публичном рынке на момент размещения акции компании не обращаются» (стр.12-13). В данной главе диссертант структурирует все термины, касающиеся размещения ценных бумаг, близкие по звучанию, но разные по смыслу их англоязычных аббревиатур (IPO, SPO, PPO и др.). Мусихина Е.А. довольно подробно анализирует некорректное использование указанных терминов и аббревиатур в российской бизнес-среде, которое, по ее оценке, приводит недостоверному статистическому учету размещений акций, затрудняющему сбор и анализ статистических данных. При этом большой интерес представляют предложенные автором дополнения и изменения формулировок российского законодательства, призванные расширить терминологический аппарат и внести уточнения в существующие определения (с. 16-19).

Исследуя процесс IPO на рынке, соискатель предпринимает попытку разработать методологию, основанную на изучении не только количественных (число IPO и объем привлеченного капитала), но и качественных характеристик (его структуру) последовательно на трех уровнях: мировом, региональном и страновом. Автор полагает, что изучение динамики процесса IPO должно основываться на новом подходе, учитывающем «показатели активности как компаний-эмитентов на различных биржах (национальных и иностранных), так и различных компаний (национальных и иностранных) на национальных биржах, что позволяет выделить на мировом рынке точки роста: источники и центры концентрации IPO» (с. 31). Безусловно, подобный многоуровневый подход

может позволить рассматривать гораздо больший спектр факторов, влияющих на динамику процесса IPO на рынке.

Весьма интересной представляется предложенная диссертантом типологизация структуры IPO вследствие постепенной эволюции мирового рынка капитала, включая усложнение структуры компании и появление новых участников на рынке. В частности, по организационно-правовой форме проводящего IPO общества и по участию специализированных инвесторов Мусихина Е.А. выделяет два новых типа IPO: реструктуризационное и спонсируемое. Под реструктуризационным типом IPO автор подразумевает «проведение IPO вновь созданным юридическим лицом, являющимся либо бывшим подразделением холдинга, ставшим достаточно крупным, чтобы выделиться и стать самостоятельной единицей, либо непрофильным активом крупной компании, который также преобразуется в дочернее подразделение материнской компании. Акции нового дочернего предприятия выводятся на IPO, как правило, при сохранении контроля со стороны родительской компании» (с.27). Необходимость введения спонсируемого типа IPO или IPO, профинансированным или проспонсированным фондом, по мнению диссертанта, связана с активным развитием нового типа институциональных инвесторов – фондов прямых инвестиций, ориентированных на компании среднего бизнеса и венчурных фондов, специально создаваемых для инвестирования в «старт-апы» (с.27).

Во II главе представлена классификация факторов, влияющих на активность проведения первоначального размещения акций. Автор выделяет *функциональные факторы (институциональные, экономические и политические)*, которые могут иметь внешнюю и внутреннюю по отношению к субъекту IPO природу в зависимости *от их локации (внешние и внутренние факторы)*. По оценке диссертанта, необходимым представляется рассмотрение вышеназванных аспектов с учетом влияния «факторов спроса на IPO» и «факторов предложения IPO» (с.33). Подобный двухуровневый подход исследованию активности IPO отличается определенной инновационностью ввиду того, что позволяет автору разработать схему развития процесса IPO в стране, классифицировать страны как «источники активности IPO» и «центры концентрации IPO» на региональном и мировом уровнях, выявить основные факторы, определяющие ключевые направления стимулирования (или наращивания) активности национального процесса IPO.

В данной главе Мусихина Е.А. также предпринимает попытку ввести ряд новых терминов и понятий: *"точки роста", "источники", "центры концентрации" мировой/региональной активности IPO*. Отдельно во второй главе изучается влияние глобализации на процесс IPO. Диссертант выявляет двоякое воздействие глобализации: как среды на перераспределение активности IPO и как катализатора, усугубляющего воздействие отдельных внутренних и внешних факторов (с. 55-66).

Изучение вопроса влияния глобализации на процесс IPO приводит к выявлению некоторых закономерностей, названных автором *"эффектами глобализации"*, к которым относятся: *"локализационный эффект"* (появление новых точек роста IPO активности), *"структурный эффект"* (изменение структуры биржи в результате появления на ней новых сегментов) и *"эффект выравнивания условий"* (выравнивание условий проведения IPO на рынках разных стран под влиянием постепенного развития их рынков ценных бумаг).

В III главе диссертант рассматривает процесс первоначального размещения акций на мировом рынке ценных бумаг исходя из разработанных в предыдущих разделах теоретико-методологических аспектов. Углубленное исследование динамики процесса IPO на мировом рынке акций позволяет автору выявлять циклы, структуру и точки роста мирового процесса IPO, выделяя и систематизируя факторы, определяющие активность в *"источниках"* и *"центрах концентрации"* мировой и региональной активности IPO (с.123). Данная глава базируется на фактологическом и статистическом материале по широкому перечню стран, представленном в виде объемных сводных таблиц данных (в том числе в Приложении), что является научной ценностью ввиду сложности сбора информации для проведения панельного исследования.

В IV главе автор детально исследует весь перечень факторов, влияющих на динамику и отраслевую структуру процесса IPO в России, а также определяющих основную специфику и проблемы национального процесса IPO - массовое проведение IPO национальных эмитентов на иностранных биржах (с. 124-131). При этом диссертант приходит к довольно неожиданному заключению о достаточно диверсифицированной отраслевой структуре IPO (с. 124-131). В результате изучения факторов основными причинами низкой активности России на мировой арене и предпочтения иностранных (а не национальных) бирж при выборе места проведения IPO, а также низкой вероятности формирования в ближайшее время центра концентрации IPO в России автором небезосновательно названы системные проблемы России институционального характера, ключевые из которых находятся преимущественно на уровне формальных правил. Соискателем также предложены основные возможные направления по преодолению проблем российского процесса IPO (с. 165-166).

В целом диссертационное исследование оформлено довольно грамотно, имеет обширный библиографический список, содержащий разнообразные источники, в том числе научные труды и монографические исследования российских и зарубежных ученых, международные и российские нормативные правовые акты, отчеты и обзоры международных финансовых организаций и т.д. Дополнительно следует отметить высокое качество выполненных автором приложений, в которых обобщен весь теоретико-практический материал по изучаемой теме.

В то же время нельзя не отметить имеющиеся в изыскании отдельные недостатки, дискуссионные моменты и замечания.

Замечания и недостатки по диссертации.

В теоретико-методологической части работы необходимо уточнение феномена «глобализация», а также введение в данное исследование понятия «финансовая глобализация», которая оказывает непосредственное воздействие на мировой рынок ценных бумаг, включая рассматриваемый автором процесс IPO.

При изучении факторов, влияющих на активность проведения первоначального размещения акций, представляется целесообразным начинать исследование через «призму» (названного автором) «двоякого» воздействия глобализации на IPO (с учетом ее «эффектов»), а не выделять данный процесс в качестве отдельного проблемного вопроса в конце раздела. Кроме того, (применительно к структуре) следовало обобщить подразделы 2.1 и 2.2, где описываются институциональные, экономические и политические факторы, определяющие активность проведения IPO в контексте спроса и предложения активов на мировом рынке, а также рассмотреть указанные категории путем метода сравнительного экономического анализа.

В заключительной главе диссертантом довольно подробно изучается российский процесс IPO с учетом его специфики и системных проблем. Однако исследованию ключевых направлений, связанных с решением названных автором проблем, в работе не уделяется достаточно внимания. Ввиду того, что одной из основных задач настоящего изыскания является возможность использования теоретико-методологических и практических разработок в работе государственных и других структур с целью совершенствования процесса IPO на национальном рынке, необходимо более глубокое рассмотрение обозначенных вопросов (в большей степени «фокусируясь» на макро/микроэкономических аспектах).

Диссертационное исследование также несколько перегружено излишней описательностью в целом известных явлений, имеются стилистические погрешности и неточности в формулировках.

Вместе с тем указанные замечания и недостатки не снижают качество исследования и не влияют на общую положительную оценку работы.

Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о присуждении ученых степеней.

Диссертационная работа Мусихиной Екатерины Александровны, представленная на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.14 - «Мировая экономика», является завершенным исследованием, выполнена на высоком научном уровне, содержит значимые практические рекомендации и дает комплексное представление об актуальности и целостной структуре изыскания. Написана хорошим литературным языком, грамотно и аккуратно оформлена. Тема и содержание диссертационного исследования соответствует

выбранной научной специальности. Полученные результаты исчерпывающе раскрывают заявленную тему, решают поставленные цели и задачи исследования и обладают степенью научной новизны, необходимой для диссертации на соискание кандидата экономических наук. Изыскание проиллюстрировано таблицами, рисунками, материал изложен в логической последовательности. Автореферат диссертации подготовлен соответствии с требованиями и полностью отражает основное содержание работы.

В целом диссертационное исследование отвечает требованиям Высшей аттестационной комиссии при Министерстве образования и науки Российской Федерации и критериям Положения о порядке присуждения ученых степеней, утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842, предъявляемым к диссертациям на соискание степени кандидата наук, а ее автор, Мусихина Екатерина Александровна, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.14 - «Мировая экономика».

Официальный оппонент,
консультант Управления Президента
Российской Федерации
по обеспечению
конституционных прав граждан
Администрации Президента
Российской Федерации,
доктор экономических наук

 Н.Э.Андропова

«7» апреля 2017г.

Администрации Президента
Российской Федерации,
103132, Россия, г. Москва,
Старая пл., д.4,
тел. 8 (800) 200-23-16.

