

В диссертационный совет  
Д.212.049.11  
при федеральном государственном  
бюджетном образовательном  
учреждении высшего образования  
"Государственный университет  
управления"

109542, Москва, Рязанский  
проспект, д. 99

**ОТЗЫВ**  
**официального оппонента**  
**доктора экономических наук, член-корреспондента РАН**  
**Головнина Михаила Юрьевича**  
**на диссертацию Гуща Натальи Васильевны на тему:**  
**«Эффективность инструментов государственного регулирования**  
**структурных дисбалансов финансовых систем стран Юго-Восточной**  
**Азии», представленную в диссертационный совет Д.212.049.11 на**  
**соискание ученой степени кандидата экономических наук по**  
**специальности 08.00.14 – Мировая экономика**

#### **Актуальность темы диссертационного исследования**

Значимость стран Восточной и Юго-Восточной Азии в мировой экономике и финансовой системе постепенно возрастает. В связи с этим проблема финансовой стабильности в этом регионе приобретает значение не только на национальном и региональном, но и на глобальном уровне. Достаточно вспомнить негативные последствия для других стран с формирующимися рынками и развитых стран региона от последствий Азиатского кризиса 1997 г. В последнее время значимость внешних шоков для национальных экономик возрастает, особенно после глобального экономического и финансового кризиса 2007-2009 гг. Соответственно, сохраняются угрозы внешней дестабилизации финансовых систем в условиях значительного привлечения иностранного капитала.

На национальном уровне степень развитости финансовых систем в странах Юго-Восточной Азии существенно различается. В целом наблюдается усиление их роли в экономике. Однако внутренние проблемы развития, общие

для многих стран региона, создают угрозу дестабилизации национальных финансовых систем. В результате возникает потребность более активного государственного регулирования динамики их развития, которое в современных условиях осуществляется главным образом мерами макропруденциальной политики.

Регион Восточной и Юго-Восточной Азии отличается также активными процессами финансовой интеграции, в том числе в части создания совместных проектов на рынке облигаций, многостороннего соглашения об операциях валютного спота между центральными банками (Чиангмайская инициатива), объединения биржевой инфраструктуры и т.д.

Опыт стран Юго-Восточной Азии по регулированию дисбалансов развития финансовых систем играет важную роль для России, которая также относится к числу стран с формирующими рынками и финансовая система которой подвержена значительным внешним шокам. При этом опыт финансовой интеграции в регионе Юго-Восточной Азии, на наш взгляд, может быть востребован на постсоветском пространстве, которое по институциональным характеристикам во многом ближе к азиатской, чем к европейской модели финансовой интеграции.

Таким образом, можно заключить, что диссертационное исследование Н.В. Гуща, посвященное характеристике дисбалансов финансовых систем Юго-Восточной Азии и их государственному регулированию, безусловно написано на актуальную тему.

### **Основные результаты исследования и их научная новизна**

Среди основных результатов исследования, обладающих научной новизной, можно выделить следующие:

1. Автором дано собственное определение структурных дисбалансов в финансовых системах (с. 34 диссертационного исследования), выявлены и охарактеризованы причины возникновения структурных дисбалансов, в том числе применительно к странам Юго-Восточной Азии: асимметрия

информации, тенденция к монополизации, дисбалансы интернационализации, проблемы, связанные с трансформацией сбережений в инвестиции (с. 37-45 диссертационного исследования).

2. В работе показано, что структурные дисбалансы, существующие в финансовых системах стран Юго-Восточной Азии, вызваны во многом мерами экономической политики, проводившейся в 1980-1990-х гг.: ограничениями на процентные ставки по депозитам и кредитам, ограничениями на открытие новых финансовых институтов, практикой выборочного кредитования, последующей слишком быстрой либерализацией финансовых систем в отдельных странах (с. 45-54).

3. Обосновывается тезис об усилении значимости в обеспечении финансовой стабильности в целом и в странах Юго-Восточной Азии в частности не столько стандартных инструментов денежно-кредитной политики, сколько специальных инструментов, направленных на регулирование рынков отдельных финансовых активов, относящихся к мерам макропруденциальной политики (с. 26-30).

4. На основе анализа статистических данных выделены структурные дисбалансы, существующие в финансовых системах стран Юго-Восточной Азии: кредитные «бумы», значительная доля «плохих ссуд» в общем объеме кредитов, низкая обеспеченность кредитной активности депозитной базой, низкий уровень развития фондовых рынков при преобладании финансовых систем, основанных на банках (с. 58-67). Выявлены структурные дисбалансы по отдельным странам Юго-Восточной Азии (с. 96).

5. С помощью регрессионной модели сделана попытка оценить воздействие различных факторов на кредитную активность банковских систем стран Юго-Восточной Азии (измеренную как отношение кредита частному сектору к ВВП). Выделены такие факторы, как капитализация и ликвидность фондового рынка, которые оказались значимы на 10%-ном уровне для 4 из 5 рассматриваемых стран (за исключением Таиланда), при этом отрицательная зависимость для 3 из 4 стран интерпретируется автором как замещение

финансирования из банковской системы финансированием с фондового рынка (с. 69-75).

6. На основании анализа структурных дисбалансов финансовых систем стран Юго-Восточной Азии автор делает выводы об эффективности отдельных макропруденциальных инструментов и ограничений на международное движение капитала для обеспечения финансовой стабильности в отдельных странах (с. 92-100).

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

Основные научные положения и выводы диссертации обоснованы сделанным автором подробным обзором исследовательской литературы по анализируемым проблемам, используемыми в работе статистическими данными по уровню развития и характеристикам функционирования финансовых систем стран Юго-Восточной Азии и их эконометрическим анализом (в части выявления факторов, влияющих на кредитную активность банковских систем) и общей логичностью основных положений исследования.

### **Теоретическая и практическая значимость результатов, полученных автором диссертации**

Теоретическая значимость результатов исследования состоит в изучении проблем финансовой стабильности через понятие структурных дисбалансов финансовой системы, анализе взаимодействия различных составляющих национальных финансовых систем (банковской системы и рынка ценных бумаг), теоретическом обосновании применения инструментов государственного регулирования финансовых систем, в том числе инструментария макропруденциального регулирования.

Практическое значение основных выводов диссертации заключается в разработанных автором предложениях по совершенствованию инструментов государственного регулирования финансовых систем отдельных стран Юго-

Восточной Азии. Авторские предложения могут использоваться и для России в той части, когда российская финансовая система сталкивается с проблемами, схожими с проблемами финансовых систем стран Юго-Восточной Азии.

Основные положения диссертационного исследования могут применяться в работе Центрального банка Российской Федерации, Министерства финансов РФ, Евразийской экономической комиссии (в части совершенствования механизма финансовой интеграции Евразийского экономического союза). Отдельные положения диссертационного исследования могут быть использованы при чтении курсов «Мировая экономика», «Международные финансовые отношения», «Экономическая интеграция», спецкурсов по проблематике валютно-финансовой интеграции и интеграционных процессов в Юго-Восточной Азии в вузах.

### **Дискуссионные вопросы и замечания по диссертации**

Отдельные положения диссертационного исследования вызывают вопросы или носят дискуссионный характер.

1. В качестве замечания по структуре работы можно выделить недостаточную проработку начального изложения материалов исследования. Так, параграф 1.1. «Теоретические аспекты по применения инструментов регулирования государственной политики» начинается без какого-либо вступления, привязывающего его к проблематике диссертационного исследования, с изложения основных, достаточно хорошо известных положений некоторых школ экономической мысли в части макроэкономического анализа (с. 18-19). На наш взгляд, необходимо было сразу увязать основные теоретические вопросы, рассматриваемые в данном параграфе, с проблематикой государственного регулирования именно финансовых систем (что фактически делается далее по тексту работы).

2. Автором несколько раз в работе (например, на с. 29, 34) упоминается термин «глобальная ликвидность», активно используемый в современной научной литературе. Но при этом следует отметить, что однозначного

определения данного термина нет. Соответственно, необходимо уточнить, что именно понимает под этим термином автор работы.

3. Требует уточнения вывод, содержащийся на с. 55 работы: «Для экспортно-ориентированных экономик стран Юго-Восточной Азии в условиях мобильности международных потоков капитала наиболее эффективным вариантом регулирования является использование мер денежно-кредитной политики или контроль за мобильностью потоков капитала при условии гибкого валютного курса». Поскольку не совсем ясно, что автор понимает под «гибким валютным курсом», необходимо упомянуть об успешном опыте применения механизмов регулирования валютного курса в Сингапуре и Вьетнаме (режим которых характеризуется МВФ как «стабилизирующее соглашение») и в Малайзии.

4. Вызывают сомнения приводимые на Рисунке 3 Коэффициент неоплаченных кредитов от общего числа кредитов (%) 1998-2013 гг. (с. 63) данные, в соответствии с которыми в Таиланде и Индонезии в отдельные периоды неоплачиваемые кредиты превышали общий объем кредитов. Кроме того, не совсем ясно, что понимается под «числом кредитов».

5. В эконометрической модели, описывающей кредитную активность банковских систем стран Юго-Восточной Азии (с. 71-72), автором в качестве показателя международного движения капитала используется объем прямых иностранных инвестиций, хотя в сделанном ранее обзоре литературы (с. 69) приводится вывод о том, что в наибольшей мере на рост кредитов влияют прочие иностранные инвестиции (что соответствует и общей экономической логике).

6. При характеристике тенденций, связанных с прямыми иностранными инвестициями в регионе Юго-Восточной Азии (параграф 3.1.), используются данные за достаточно ограниченный промежуток времени (2012-2016 гг.), что не позволяет сделать более общих выводов о динамике прямых иностранных инвестиций применительно к данному региону. При этом, характеризуя структуру прямых иностранных инвестиций, автор иногда использует данные

за один-два года (2013-2014 гг.), что не позволяет сделать каких-либо значимых общих выводов (например, на с. 106, 110).

Данные замечания не влияют на общую высокую оценку диссертационной работы и не затрагивают основные результаты диссертационного исследования.

### **Общий вывод**

Работа соответствует п. 5 «Интеграционные процессы в развитых и развивающихся регионах мирового хозяйства, закономерности развития этих процессов» и п. 7 «Международная экономическая взаимозависимость. Обеспечение устойчивого развития национальной и мировой экономики. Стратегии национального экономического развития» Паспорта научной специальности 08.00.14 – Мировая экономика (экономические науки).

Диссертация Гуща Н.В. выполнена на высоком профессиональном уровне, обладает несомненной научной новизной, высокой теоретической и практической значимостью. Полученные результаты исследования соответствуют поставленной цели и задачам.

Основные положения и результаты диссертационного исследования в полном объеме отражены в 8 научных работах общим объемом 3,4 п.л., в частности, в 6 статьях авторским объемом 3,2 п.л. (все – авторские), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России. Кроме того, они были одобрены на научно-практических конференциях и других научных мероприятиях, включая такие значимые, как Третий Российской экономический конгресс (декабрь 2016 г., г. Москва).

Автореферат отражает содержание и выводы диссертации.

На основании вышесказанного можно сделать вывод, что диссертация Гуща Н.В. является законченным научно-квалификационным исследованием, в котором содержится решение комплекса научных задач по выявлению сущности и специфики проявления структурных дисбалансов в финансовых системах применительно к странам Юго-Восточной Азии, а также по научному

обоснованию мер государственного регулирования финансовых систем, имеющих важное теоретическое и практическое значение для дальнейшего развития экономической науки в области изучения национальных и мировых финансов и региональной финансовой интеграции. Диссертация Гуща Н.В. полностью удовлетворяет требованиям пп. 9-14 «Положения о присуждении ученых степеней», утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842, предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата наук, а ее автор, Гуща Наталья Васильевна, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.14 – Мировая экономика.

#### Официальный оппонент

Первый заместитель директора  
по научной работе  
ФГБУН Института экономики  
Российской академии наук,  
д.э.н., член-корреспондент РАН

*Головин*

Головин Михаил Юрьевич



ФГБУН Институт экономики Российской академии наук  
117218, Россия, Москва, Нахимовский проспект, 32  
Тел.: 8 (499) 724 13 49  
E-mail: mgecon@mail.ru