

ОТЗЫВ

оппонента на диссертационную работу Менлашевой Наили Мухамедкаримовны на тему «Совершенствование механизмов управления государственным внешним долгом» представленной на соискание учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Актуальность диссертационного исследования. Актуальность темы исследования определяется, прежде всего, тем, что формирование внешнего долга занимает одно из ключевых положений в макроэкономической теории и практическом аспекте призвано решать узловые социально-экономические проблемы в рамках национальной экономики, где имеет место дефицит внутренних финансовых ресурсов для развития.

Реализованная в последние годы в Республике Таджикистан экономическая политика в определенной степени позволила достичь положительных результатов, включая долгосрочное поддержание инфляции на низком уровне, стимулирующее приток иностранных инвестиций и рост основного капитала при сложившейся модели развития национальной экономики с учетом поддержания умеренного уровня внешнего долга, основанной на использовании преимущественно льготного финансирования со стороны международных финансовых и институтов (ВБ, ЕБРР, АБР, ИБР и т.д.) и иностранных государств (особенно Китая). Однако, процесс подобного формирования внешнего долга в стране привели к определенным проблемам, включая деформацию отраслевой структуры национальной экономики, ее аграрно-индустриальному типу, ориентации на сырьевую направленность, слабому потенциалу импортозамещения и экспортоориентированности, низкому уровню развития отечественного реального сектора, ограниченными возможностями создания новых рабочих мест и т.д. , когда внешнее заемное финансирование идет на развитие прежде всего инфраструктурных и социальных объектов в рамках реализации преимущественно интересов внешних инвесторов.

Поэтому в ближайшей перспективе использование внешних инвестиций обуславливает изменение подходов к формированию государственного

внешнего долга, его ориентации преимущественно на привлечение коммерческого финансирования, требующего освоения новых инструментов и механизмов их размещения с высокой макроэкономической отдачей с минимальными рисками и издержками для целей модернизации национальной экономики и реализации четвертой национальной цели. Нынешний процесс формирования внешнего государственного долга ведет не только к росту финансового бремени по его обслуживанию сопровождающее рост уровня внешнего долга, но и чревато в перспективе ростом налогового бремени на частный бизнес, сокращением внутренних источников для развития национальной экономики на устойчивой основе и создании современной производственной базы. Сохранение прежних подходов обуславливает сохранение сильной зависимости национальной экономики от источников внешнего финансирования, включая усиление политической уязвимости государства, низкую конкурентоспособность и отставание в развитии отраслей реальной экономики, ставя под угрозу успешную реализацию национальных интересов.

В этой связи, сегодняшние реалии диктуют необходимость преодоления вышеперечисленных проблем, объективно обуславливают необходимость совершенствования и выработки адекватной теоретической базы как важнейшей основы для выработки экономической политики, учитывающей специфику современного этапа развития национальной экономики в направлении формирования внешнего долга и его эффективного обслуживания и размещения.

В современных условиях задачи по формированию внешнего долга должны способствовать поддержанию устойчивого роста национальной экономики на базе осуществления прогрессивных структурных преобразований, формированию индустриально-аграрной экономики, ускоренному развитию промышленности, как решающего условия успешной реализации целей и задач, утвержденных в Национальной стратегии развития Республики Таджикистан на период до 2030 года. Ключевая роль в данном аспекте принадлежит научно-обоснованной политике формирования внешнего государственного долга, призванной обеспечить переход к долгосрочному этапу устойчивого развития национальной экономики на индустриально-инновационной основе. Эффективное регулирование уровня внешнего долга, основанное на привлечении как льготных, так и коммерческих видов финансирования, позволит не только диверсифицировать

источники и снизить финансовые риски, но обеспечить повышение странового инвестиционного рейтинга Таджикистана в целом, что существенно улучшит доступность к дешевым и долгосрочным финансовым ресурсам для всех субъектов национальной экономики.

В этой связи рецензируемая диссертационная работа Менлашевой Наили Мухамедкаримовны на тему «Совершенствование механизмов управления государственным внешним долгом» актуальна, имеет большую теоретическую и практическую значимость для Таджикистана.

Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации. Достоверность и обоснованность совокупности авторских положений, выводов и рекомендаций, отраженных в диссертационном исследовании Менлашевой Наили Мухамедкаримовны основывается на глубоком исследовании теоретико-методологических основ и концепций внешнего долга, изучив фундаментальные научные труды зарубежных и отечественных ученых, нормативно-правовых актов Республики Таджикистан, официальных статистических данных Министерства финансов Республики Таджикистан, Национального банка Таджикистана, Министерства экономического развития и торговли РТ, Программ, принятые в РТ в области внешнего финансирования, издания Организации Объединенных Наций и Международного валютного фонда, Всемирного Банка, а также материалы Национального Бюро Экономических Исследований США, а также апробацией результатов исследования в рецензируемых научных изданиях и докладах на научно-практических конференциях.

Творческое применение совокупности методов и инструментов анализа и обработки, включая методы научного познания, как: системный, исторический, дедуктивный и индуктивный методы, статистический, эконометрический, а также использование графического и сравнительного анализа позволили автору сделать научно-обоснованные выводы и рекомендации.

Научная новизна результатов исследования заключается в обобщении теоретических положений по управлению государственной задолженностью, выявлении проблем, тенденций, угроз внешнеэкономической безопасности, определении наиболее приемлемых механизмов управления государственной задолженностью в Республике Таджикистан.

В числе наиболее важных научных результатов, полученных автором и определяющих новизну исследования, следует отметить следующие:

- на основе системного анализа существующих научных работ и состояния внешней задолженности выявлены проблемы внешнего долга и экономической безопасности республики, дополнена классификация этапов эволюции государственного долга, исследованы причины возникновения финансовых кризисов в экономике, а также рассмотрены методы определения интервалов кризисных моментов;
- определено негативное влияние высокого уровня задолженности на экономический рост, а также влияние мирового финансового кризиса на экономику Таджикистана и основные каналы трансформации негативного воздействия мирового кризиса на экономику страны;
- выявлены недостатки в существующей стратегии управления государственным долгом и предложен целый комплекс мер по ее модернизации и аналитическому обоснованию. Доказана важность и значимость ее разработки в аспекте управления внешней задолженностью, стабильности макроэкономических показателей и внешнеэкономической безопасности;
- предложен вариант модернизации существующей структуры Главного управления государственного долга и привлечения внешних инвестиций Министерства финансов РТ в соответствии с лучшими мировыми практиками, которая позволит существенно повысить эффективность управления и регулированию государственным долгом РТ, в том числе за счёт исключения разобщенности и дублирования функций, разнородности подходов существующими многочисленными структурами;
- дано научное определение понятию «грант-элемент» - как важнейшему показателю льготности внешнего заимствования и предложена авторская методика его подсчета, а также разработаны параметры и пороговые значения рискованной и стоимостной композиции портфеля государственного долга, представлена авторский подход к созданию кривой доходности государственных ценных бумаг для условий Таджикистана;
- доказана важность перехода от традиционного финансового контроля к аудиту и эффективности управления долгом на основе разработки допустимых параметров заимствований и системы критериев

моделирования долга в соответствии со Стратегией развития Таджикистана; предложены направления эффективного использования привлечения средств в экономику.

- определены основные способы реструктуризации государственной задолженности, обобщён опыт пяти развитых государств, существующие проблемы развития внутреннего рынка государственных ценных бумаг и предложен ряд конкретных мер по его улучшению и оздоровлению РЦБ;
- разработаны практические рекомендации и новые аналитические решения по управлению государственной внешней задолженностью.

Теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования. Теоретическая значимость диссертационной работы Менлашевой Н.М. состоит в систематизации теоретических положений, получении результатов, выводов и предложений по развитию и дополнению ряда аспектов теории государственного долга, определению пороговых значений государственной задолженности, влиянию долга на экономический рост, что может внести вклад в общеэкономическую теорию, в частности, в теорию внешнего долга.

Практическая значимость состоит в том, что полученные результаты и выводы могут использоваться в деятельности Министерства финансов Республики Таджикистан, Национального банка Таджикистана, Министерства экономического развития и торговли РТ при совершенствовании законодательно-нормативных документов по стимулированию инвестиционных процессов и регулировании внешнего долга в современных условиях и разработке новых подходов и инструментов управления государственным внешним долгом.

Материалы и выводы диссертационного исследования могут быть использованы в процессе преподавания дисциплин «Экономическая теория», «Международные финансы» и «Мировая экономика», «Теория финансов» и других экономических дисциплин.

Апробация и внедрение результатов исследования. Результаты диссертационного исследования нашли практическое применение при разработке Среднесрочной стратегии управления государственным долгом на период 2015-2017 гг., утвержденной Постановлением Правительства от 30 марта 2014 года № 214. Основные положения диссертационного исследования были изложены в ряде статей и презентаций на международных и

республиканских научно-теоретических и научно-практических конференциях в 2011-2014 гг., включая обсуждения на заседаниях кафедры «Финансов и кредита» Российско-Таджикского (славянского) университета. Основное содержание диссертационной работы изложено в 8 статьях, опубликованных в рецензируемых научных изданиях, включенных в перечень ВАК при Президенте РТ, и в других изданиях и одной монографии (в соавторстве).

Содержание диссертационной работы. Диссертация состоит из введения, трёх глав, заключения, списка сокращений и использованной литературы. Общий объём работы составляет 206 страниц, содержит 17 таблиц и 32 рисунка.

Во введении обоснована актуальность темы исследования, определены уровень разработанности научной проблемы, цель, задачи, предмет, объект и методы исследования, раскрыта научная новизна и область практического применения (с.3-10).

В первой главе «Теоретические аспекты управления государственным долгом» (с.11-60) обобщены и систематизированы основные теории и концепции по управлению внешним государственным долгом (с.11-29), проведен глубокий анализ зарубежного опыта и статистика внешнего долга (с.29-38), исследованы предпосылки и причины возникновения долгового кризиса (с.38-60).

Выявлено, что проблема государственного долга и его обслуживания впервые возникла в Италии в XII веке (с.26), и далее получила свое научное развитие в работах ученых запада в виде различных концепций (с. 12-21), разработки «правил золотых финансов» (с. 22-23) и «функциональных финансов» (с.23-24) и т.д. Важными являются выводы автора, что «наличие бюджетного дефицита и его покрытие займами позволяет сохранять налоговые ставки во времени. ... на неизменном уровне, при помощи займов способно ... ослаблять искажающий эффект налогообложения» (с.14-15); о дифференциации внешнего и внутреннего долга (с.19), «одностороннего негативного взгляда на долг» (с. 20); развитие этапизации теории госдолга (с.25-28). Анализ зарубежного опыта управления внешним долгом позволил автору сделать важные выводы, включая «Низкий темп роста экономики, стойкий дефицит бюджета и высокий уровень условных обязательств, обусловленные растущими социальными расходами, слабость финансового сектора заметно пошатнули устойчивость государственных финансов» (с.31),

«что задолженность свыше 100% ВВП не является необычным явлением» (с.32). Автором работы глубоко и научно-обоснованно исследованы предпосылки и причины возникновения долговых кризисов на примере различных стран, включая влияние финансового кризиса, (с.3-41), высокого уровня инфляции и валютного кризиса (с.41-42), кризиса внешнего долга и дефолта внутреннего долга (с.42-43), банковского кризиса и его продолжительности (с. 42-43), кредитного кризиса (с. 50) и т.д. Выявлены каналы влияния мирового финансового кризиса 2008 г. на экономику Таджикистана и центральноазиатских стран (с.51-58).

Во второй главе «Анализ современного состояния внешнего долга Таджикистана» (с.61-103) проведен анализ объема, динамики и структуры внешнего долга по Таджикистану (с. 61-73), рассмотрены концепции и рекомендуемые пороговые значения внешнего долга по республике (с.73-89), рассмотрен опыт и процесс реструктуризации внешнего долга по Таджикистану (с.89-103).

Проведенный анализ внешнего долга позволил выявить тенденции в его формировании и сделать ряд научно-обоснованных выводов. Так, выявлено, что «Период до 2013 года демонстрирует явное преобладание многосторонних кредитов в общей структуре портфеля государственного долга, отражая значительный уклон в сторону льготных многосторонних кредитных потоков. Начиная с 2013 года наблюдается рост двусторонних кредитов, обусловленный интенсивной реализацией стратегически важных для страны проектов по строительству и реабилитации дорожной и электрической инфраструктур, осуществляемыми совместно с Экспортно-Импортным Банком КНР.» (с. 62-63). Важное научное значение имеет предложенные автором «показатели долговой устойчивости по Таджикистану» (с. 77-79), и возможные риски их нарушения (с.85-87), методы проведения реструктуризации внешнего долга на примере пяти развитых стран мира и Таджикистану (с.89-100).

В третьей главе «Совершенствование механизмов управления внешним долгом» (с. 104-166) рассмотрены механизмы совершенствования государственного регулирования внешнего долга (с.104-109), проведен критический анализ существующей стратегия управления внешним государственным долгом Республики Таджикистан и предложены пути ее совершенствования (с.109-140)., рассмотрены вопросы обеспечения эффективности внешних заимствований (с.с.140-151), а также дан анализ

функционирования отечественного рынка ценных бумаг как перспективного инструмента сокращения внешней задолженности (с. 151-165).

Так, выявлено, что поддержание оптимального уровня государственного долга обуславливается эффективным «долговым управлением» (с.110-111), для чего предлагаются совокупность мер по научно-обоснованной разработке стратегии управления государственным долгом, четко определяющая цели, задачи и правильно расставляющая приоритеты заимствования с учетом сопутствующего риска, совершенствованию организационной структуры Министерства финансов РТ (с.111-112), включая его разделение на фронт, мидл и бэк- офисные подразделения, освоение и использование современных финансовых инструментов для активной работы на всех сегментах финансового рынка в контексте повышения эффективности управления государственным внешним долгом (с.112-114).

Важным результатом работы является предложенная авторская совокупность параметров и пороговых значения рисков и стоимостной декомпозиции портфеля госдолга (с.133-134) и методика расчета грант-элемента с учетом влияния совокупности основных факторов (льготного периода, процентной ставки и ставки дисконтирования) (с. 134-135).

Весьма важными и перспективными являются рассмотренные автором пути обеспечения эффективности внешних заимствований по Таджикистану, включая переход к аудиту эффективности управления госдолгом (с.142), предварительная экспертиза проектов на предмет ее эффективности, улучшение деятельности Консультативного совета по улучшению инвестиционного климата при Президенте РТ реализации (с. 142), привлечение на льготных условиях внешней помощи, развитию рынка ценных бумаг, особенно государственного сектора и формирования кривой доходности по ним (с. 151- 162) и т.д.

Заключение исследования охватывает основные результаты научного исследования, проведенного автором в контексте совершенствования механизмов управления внешним государственным долгом Республики Таджикистан (с.166-182).

Дискуссионные положения и замечания. Следует отметить, что оппонируемая диссертационная работа, наряду с отмеченными достоинствами, не лишена отдельных недостатков и упущений, включая:

1. Спорным является утверждение автора, что «единой теории государственного долга не существует» (с.13), учитывая, что в последующем

рассматривается несколько подходов и концепций в рамках исследования теоретических аспектов государственного долга.

2. Зарубежный опыт управления внешним долгом ограничен только анализом пяти западных развитых стран (с.29-36), тогда как для Таджикистана, как малой открытой экономики с высоким бременем государственного внешнего долга, важным является изучение опыта развивающихся стран Азии и Латинской Америки, которые прошли череду серьезных проблем, связанных с управлением внешним долгом, для применения и принятия превентивных мер с целью снижения высокого уровня долга и рисков, связанных с его обслуживанием.

3. Автор отмечает, что Республике «пришлось прибегнуть к дополнительному заимствованию... дорогостоящих еврооблигаций в размере 500 млн. долл. США» (с. 54), как негативном процессе, который следует ограничить (с.69). Хотя речь идет о привлечении коммерческих видов внешних заимствований, которые в перспективе будут занимать все большую долю государственного внешнего долга и необходимо наработать опыт эффективного их применения, включая использование эффективных инструментов и способов их размещения в экономике, особенно в отраслях реального сектора.

4. Спорным является утверждение автора, что «постепенное увеличение государственных гарантированных заимствований...не представляет позитивный тренд...меньше всего могут быть проконтролированы со стороны Правительства» (с.67). Представляется, что так как они «не являются составной частью прямого портфеля госдолга» (с.67), и они менее затратные при обслуживании (взыскиваются только разовые комиссионные сборы), и связаны с реализацией целевого подхода к эффективному размещению внешних заимствований, реализуемого непосредственно на уровне предприятий, включая как государственные, так и частные предприятия, под их финансовую и имущественную ответственность, этот компонент внешнего долга будет в перспективе возрастать и использоваться как основной инструмент формирования и размещения внешнего финансирования.

5. Не в полной мере раскрыта в контексте путей минимизации финансовых рисков (валютного, рыночного, операционного и т.д.) и издержек в процессе формирования и управления внешнего долга, роль

отечественных и иностранных страховых организаций, институтов перестрахования и рынка производных финансовых инструментов.

6. В заключительном параграфе диссертации (параграф 3.4) (с.151-162) при определении перспектив развития рынка ценных бумаг для снижения уровня внешней задолженности не учитывают совокупность предусмотренных Правительством Таджикистана мер к реализации, согласно утвержденных Национальной стратегия развития Республики Таджикистан на период 2030 года и Среднесрочной программы развития Республики Таджикистан на период 2016-2020 гг.

7. В работе имеются отдельные стилистические, грамматические и технические погрешности. В частности, не соблюден порядок нумерации страниц диссертации и автореферата, таблиц и рисунков и т.д.; такие части диссертации, как введение, выводы и рекомендации не адекватно отражены в автореферате.

Устранение вышеотмеченных недостатков позволило бы повысить качество и общую положительную оценку рецензируемой диссертации.

Заключение о соответствии диссертации требованиям и Положению о присуждении ученых степеней. С учетом вышеизложенного, можно заключить, что диссертация Менлашевой Наили Мухамедкаримовны на тему «Совершенствование механизмов управления государственным внешним долгом», представляет собою законченное, оригинальную и выполненную самостоятельно, на соответствующем теоретическом и методологическом уровне, научно-квалификационное исследование, посвященное решению актуальной для Республики Таджикистан проблеме.

Диссертационная работа соответствует Паспорту специальностей ВАК при Президенте Республики Таджикистан по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит, п. 1.3.-Теория и методология влияния финансовой системы на результаты социально-экономического развития; п. 1.11.-Особенности и экономические последствия финансовой глобализации; п. 2.10. - Концепция и системный анализ государственных финансов; п.2.24. - Источники финансирования дефицитов бюджетов и государственного долга, проблемы бюджетного дефицита в исполнении долгосрочной стратегии экономической политики; п. 2.31.- Механизмы и инструменты государственных заимствований на внутреннем и внешнем финансовых рынках; изменения режима кредитования бюджетного дефицита, влияние формирования государственного долга на развитие кредитных

отношений и подъем реального сектора; п. 6.5. - Концепции и механизмы функционирования фондового рынка; п. 6.6. - Развитие теоретических и практических основ биржевой политики и биржевой торговли.

Содержание диссертационной работы соответствует требованиям ВАК при Президенте Республики Таджикистан, установленным в пунктах 10, 11, 12 и 16 Положения «О порядке присуждения ученых степеней и ученых званий (доцента, профессора)», утвержденного постановлением Правительства Республики Таджикистан от 26 ноября 2016 г., № 505, и ее автор Менлашева Наила Мухамедкаримовна заслуживает присуждения искомой ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

**Официальный оппонент,
Главный научный сотрудник Института
экономики и демографии НАНТ, д.э.н.**

 **Шарипов Б.М.**

Адрес ИЭД НАНТ: 734024 Республика Таджикистан, г. Душанбе, ул. С. Айни 44
Тел/Факс: +992 37 221 65 70; +992 37 221 67 50; <http://www.ied.tj>; E-mail: ied.tj@mail.ru

Подпись д.э.н. Шарипова Б.М. удостоверяю:

**Начальник
отдела кадров ИЭД НАНТ**



Курбонов Э.