

УТВЕРЖДАЮ

Проректор по научной работе
Санкт-Петербургского государственного
экономического университета,
доктор экономических наук, профессор



Е.А. Горбашко

2026 г.

ОТЗЫВ

ведущей организации - федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Санкт-Петербургский государственный экономический университет» на диссертационную работу **Антясова Евгения Андреевича** на тему **«Формирование и реализация инвестиционной политики банка на основе ситуационного подхода»**, представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 – Финансы

Актуальность темы исследования

В условиях геополитической нестабильности, беспрецедентного санкционного давления, ограничений на трансграничные расчеты, а также высокой волатильности финансовых рынков, высокой ключевой ставки и удорожании денег в экономике, российские банки столкнулись с фундаментальной трансформацией внешней и внутренней среды функционирования, что потребовало от них пересмотра подходов к размещению ресурсов. Инвестиционная политика банков в этой связи также претерпевает изменения, превращаясь в механизм обеспечения финансового

суверенитета, поддержки импортозамещения и финансирования внутренних структурных преобразований. Именно поэтому исследование процессов формирования инвестиционной политики в банках в новых реалиях приобретает как теоретическое, так и практическое значение для всей банковской системы страны.

Дополнительным фактором, определяющим актуальность темы, выступает ужесточение регуляторной среды со стороны Банка России. Введение макропруденциальных лимитов, повышение требований к достаточности капитала и ужесточение оценки рисков существенно сужают возможности для банковского инвестирования. Возникает противоречие: с одной стороны, банкам необходимо генерировать доходность на уровне, обеспечивающем рентабельность капитала, а с другой - соблюдать жесткие нормативные ограничения, не допуская избыточной концентрации рисков. Это требует разработки новых подходов к балансировке инвестиционного портфеля, учитывающих как макроэкономические шоки, так и регуляторные лимиты, что делает исследование механизмов реализации инвестиционной политики крайне востребованным для практической деятельности коммерческих банков в текущих условиях.

В этой связи диссертационная работа Антясова Е.А., направленная на развитие теоретических и методических подходов к формированию и реализации инвестиционной политики банка в условиях их адаптации к новой экономической реальности, характеризующейся высокой неопределенностью, санкционным давлением и жестким регуляторным надзором, является актуальной, поскольку содержит попытки переосмысления теоретических основ и разработки практических инструментов управления банковскими инвестициями, которые позволили бы обеспечивать не только целевую доходность, но и финансовую устойчивость банка как системообразующего элемента национальной экономики.

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

Научные положения, выводы и рекомендации в диссертационной работе Антясова Е.А. представляются достаточно обоснованными и достоверными. Подтверждением этому является глубокий анализ и критическое осмысление широкого круга отечественных и зарубежных источников (280 наименований). Теоретическую базу исследования составили фундаментальные труды в области банковского дела, портфельного инвестирования, управления рисками, а также нормативно-правовые акты Российской Федерации и официальные материалы Банка России.

Автором корректно применен комплекс общенаучных и специальных методов познания, включая экономико-статистический, сравнительный, функциональный и факторный анализ, методы системного и ситуационного моделирования. Достоверность результатов подкреплена использованием репрезентативной эмпирической базы данных за период 2013–2024 гг., включая финансовую отчетность крупнейших российских банков и агрегированные показатели банковского сектора. Аргументированность выводов подтверждается положительной оценкой результатов исследования на международных и всероссийских научно-практических конференциях, а также внедрением авторских разработок в деятельность коммерческих банков и учебный процесс.

Для обоснования теоретических и практических результатов диссертационного исследования применялся соответствующий научный аппарат, включающий в себя методы структурного, экономико-статистического и эконометрического анализа. Поставленная цель и сформулированные в диссертационном исследовании задачи определили структуру излагаемого материала (введение, три главы, заключение, список литературы из 280 наименований, 13 приложений). Текст изложен на 260 страницах, включает в себя 24 таблицы и 32 рисунка.

В первой главе работы автором уточнено понятие инвестиционной политики банка (стр. 26-27) как системы управления инвестиционными активами, направленной на достижение максимальной доходности при допустимом уровне риска и ликвидности, охватывающей постановку целей, выбор инструментов, управление рисками, соблюдение нормативных требований ЦБ РФ, установление процессов принятия решений и критериев оценки эффективности, предусматривающей возможность корректировки в зависимости от изменяющихся условий; структурирован алгоритм формирования инвестиционного портфеля банка (стр. 28); уточнено определение инвестиционного риска банка (стр. 66) как вероятности наступления неблагоприятных финансовых и регуляторных последствий в результате реализации инвестиционной стратегии, выражающихся в отклонении фактической доходности от ожидаемой, снижении ликвидности, потере стоимости или доступности активов, а также в нарушении нормативных требований.

Вторая глава содержит анализ за период 2014-2024 гг. макроэкономических условий российской экономики с авторским выделением фаз экономического цикла (стр. 86), а также анализ российского банковского сектора в рамках осуществления банками инвестиционной деятельности (на основе агрегированных данных) в разрезе выделенных автором фаз экономического цикла. Автором выявлены недостатки существующей практики реализации инвестиционной политики в российских коммерческих банках и обоснована необходимость внедрения проактивного подхода к управлению инвестиционным портфелем в зависимости от фаз экономического цикла (стр. 130).

В третьей главе автор предлагает разработанную им форсайт-методику формирования и реализации инвестиционной политики в банках (рис. 19, стр. 145), предлагает долевое распределение инвестиционных портфелей банка для разных фаз экономического цикла (таблица 17, стр. 163), проводит

эмпирическое исследование по сравнению результатов по доходности фактического и модельного портфелей, рассчитывает на основе трехфакторной модели корреляцию между агрегированными данными банковского сектора и отдельными банками на основе выборки из 20 банков.

В заключении сформулированы основные выводы по результатам проведенного исследования, изложены предложения и рекомендации в соответствии с поставленной целью и задачами диссертационной работы.

Результаты диссертационного исследования опубликованы в 18 работах общим объемом 9,4 п.л. (авторских – 8,5 п.л.), в том числе 6 статей в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК РФ.

Новизна научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации

Научная новизна диссертационного исследования Антясова Е.А. заключается в развитии теоретических и методических положений по формированию и реализации инвестиционной политики банка путем разработки форсайт-методики на основе ситуационного подхода. Наиболее существенные результаты, обладающие научной новизной, состоят в следующем:

1. Систематизированы теоретические положения и уточнен понятийный аппарат: предложено авторское определение инвестиционной политики банка (как замкнутой системы управления с обратной связью, охватывающей стратегические цели, риск-менеджмент и нормативные требования); представлен алгоритм формирования инвестиционного портфеля; сформулировано авторское определение инвестиционного риска банка, учитывающее регуляторные последствия и отклонение фактической доходности от ожидаемой (п. 4 Паспорта специальности 5.2.4).
2. Представлены методические положения по формированию инвестиционной политики в условиях разных экономических циклов:

обоснована зависимость инвестиционных приоритетов от фазы цикла; выявлена проблема статичности портфелей российских банков; доказана необходимость внедрения ситуационного подхода с внутренней системой ребалансировки портфеля (п. 4 Паспорта специальности 5.2.4).

3. Предложена и обоснована форсайт-методика формирования и реализации эффективной инвестиционной политики коммерческого банка на основе ситуационного подхода, включающая сценарный анализ, систему раннего предупреждения и корреляционное моделирование. Апробация методики показала возможность повышения доходности инвестиционного портфеля при сохранении риск-профиля банка (п. 7 Паспорта специальности 5.2.4).

Содержание диссертации соответствует Паспорту научной специальности 5.2.4 – Финансы (п. 4 «Банки и банковская деятельность. Банковская система»; п. 7 «Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере»).

Значимость результатов диссертационного исследования для науки и практики

Теоретическая значимость диссертационной работы Антясова Е.А. состоит в обобщении и систематизации подходов к формированию инвестиционной политики банков, обосновании интеграции ситуационного и форсайт-подходов, а также в уточнении понятийного аппарата в области банковских инвестиций. Разработанная авторская периодизация экономических циклов и методика сценарного прогнозирования вносят вклад в развитие теории банковского риск-менеджмента.

Практическая значимость заключается в разработке и апробации форсайт-методики, позволяющей банкам повысить обоснованность инвестиционных решений, адаптировать структуру портфеля к фазам экономического цикла и увеличить доходность при соблюдении нормативов достаточности капитала и

ликвидности. Выводы и рекомендации могут быть использованы кредитными организациями в процессе стратегического управления инвестиционными активами. Практическая ценность подтверждена внедрением результатов исследования в деятельность Уральского банка ПАО «Сбербанк», филиала Банка ГПБ (АО) «Уральский», ПАО «СДМ-Банк» и ПАО «Уральский банк реконструкции и развития», а также в учебный процесс Уральского государственного экономического университета и Уральского федерального университета имени первого Президента России Б.Н. Ельцина.

Дискуссионные положения и замечания

Наряду с общей положительной оценкой диссертационной работы, следует отметить ряд замечаний и положений дискуссионного характера:

1. Представляется дискуссионным тезис автора о возможности отнесения всех направлений инвестиционной деятельности к единой инвестиционной политике банка (рис. 3, стр. 42). В данном контексте целесообразно разграничивать операции, осуществляемые за счет собственных средств банка, и операции в интересах третьих лиц. Так, собственные инвестиционные портфели банка имеют строго дифференцированные целевые установки: торговый портфель ориентирован на управление ликвидностью, портфель контрольного участия служит инструментом корпоративного влияния, а классический инвестиционный портфель нацелен на извлечение прибыли. В свою очередь, клиентские портфели (при наличии у банка соответствующей лицензии на управление активами) формируются, исходя из инвестиционных предпочтений и целей клиентов, что принципиально меняет природу управления рисками и доходностью. В этой связи объединение данных сегментов в рамках единой политики без уточнения критериев разграничения не представляется методологически обоснованным.

2. Представленный в таблице 2 (стр. 46-47) анализ финансовых активов

по типам риска содержит ценную информацию по рискам отдельных активов. Однако вывод автора о том, что данная таблица позволяет охарактеризовать рисковую составляющую в целом для инвестиционного портфеля коммерческого банка, представляется излишне обобщающим. Поскольку целевые установки собственных портфелей (торгового, инвестиционного, контрольного участия) и клиентских портфелей принципиально различаются, постольку и подходы к оценке рисковой составляющей, а также весовые коэффициенты значимости отдельных рисков для каждого из них не могут быть унифицированы. В этой связи автору рекомендуется либо конкретизировать, для какого именно типа портфеля (субпортфеля) справедливы приведенные в таблице выводы, либо дополнить анализ, представив разный набор весовых коэффициентов для разных типов портфелей (субпортфелей).

3. Вывод автора относительно игнорирования фазы экономического цикла при построении инвестиционного портфеля (стр. 127–128) имеет выраженный дискуссионный характер. Учет макроэкономической конъюнктуры и фаз делового цикла относится к числу общепризнанных элементов фундаментального анализа, активно применяемых в практике управления портфелями. В этой связи более взвешенной и методологически корректной позицией было бы рассмотрение данного тезиса в качестве гипотезы, требующей дальнейшей эмпирической верификации на более репрезентативной выборке банковских стратегий, нежели безусловного утверждения о повсеместной системной ошибке участников рынка.

4. Обосновывая адаптацию ситуационного подхода к формированию инвестиционного портфеля банка динамическим изменением его структуры в соответствии с фазами экономического цикла (стр. 128), автор сосредоточивается исключительно на корректировках структуры портфеля. Вместе с тем за рамками рассмотрения остается не менее значимый аспект — возможное изменение состава активов внутри каждого субпортфеля. Так, в

структуре долевой части портфеля в зависимости от фазы цикла может осуществляться перераспределение пропорций между циклическими и защитными акциями, а в портфеле облигаций — применяться различные стратегии дюраций, обеспечивающие оперативное реагирование на изменение ключевой ставки. Представляется, что учет данных внутрипортфельных корректировок позволил бы придать предложенной модели большую практическую глубину и аналитическую ценность.

5. Представляется дискуссионным построение общего алгоритма формирования инвестиционных портфелей исключительно на основе соотношения «риск – доходность» (стр. 128–129), без учета целевой специфики различных типов портфелей. В этой связи автору следовало бы обозначить в работе более аргументированную позицию относительно того, в какой мере представленный алгоритм применим к каждому из разнородных по целям инвестирования портфелей банка, либо обосновать универсальность модели риск-доходности для всех выделяемых им случаев.

6. В развитие представленной автором форсайт-методики возникает вопрос, требующий дополнительного обоснования: каковы потенциальные макроэкономические эффекты от ее повсеместного внедрения в банковском секторе? Поскольку предлагаемый алгоритм предполагает синхронизированное изменение структуры активов инвестиционных портфелей большинством банков в ответ на смену фазы экономического цикла, не исключено, что единообразные регламентированные действия участников рынка могут спровоцировать дополнительную турбулентность за счет одновременного совершения однонаправленных сделок с крупными объемами ценных бумаг. Представляется целесообразным, чтобы авторская позиция по данному вопросу нашла отражение в исследовании, либо пояснена автором в ходе итоговой защиты.

В целом вышеперечисленные замечания и дискуссионные положения не

затрагивают концептуальных основ диссертационной работы, не снижают значимость и ценность проведенного автором исследования, не ставят под сомнение его научную новизну и достоверность полученных соискателем результатов.

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

Диссертационная работа Антясова Евгения Андреевича на тему «Формирование и реализация инвестиционной политики банка на основе ситуационного подхода» является завершенной, самостоятельно выполненной, содержащей решение актуальной научной задачи – развитие теоретических и методических подходов к управлению инвестиционной политикой банка, имеющей существенное значение для развития банковского риск-менеджмента и финансов.

Диссертация соответствует требованиям пп. 9–11, 13–14 Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842 (в действующей редакции), предъявляемым к кандидатским диссертациям, а ее автор, Антясов Евгений Андреевич, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 – Финансы.

Отзыв ведущей организации подготовлен доктором экономических наук (08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит), профессором кафедры банков, финансовых рынков и страхования ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет», профессором Поповой Екатериной Михайловной, доктором экономических наук, профессором кафедры банков, финансовых рынков и страхования ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет», доцентом Харченко Ларисой Павловной.

Заведующий кафедрой банков, финансовых рынков и страхования
ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский
государственный экономический университет»,
доктор экономических наук,
доцент

 Орлова О.Я.



Орлова Ольга Юрьевна

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Санкт-Петербургский государственный экономический университет»;

тел. +7 (812) 458-97-30;

e-mail: rector@unecon.ru; официальный сайт: <https://unecon.ru>

