

## ОТЗЫВ

члена диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.116, д.э.н., профессора Алифановой Елены Николаевны (профиль научной специальности «Финансы, денежное обращение и кредит») на диссертацию Лебедевой Карины Максимовны на тему «Модели поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках», представленную на соискание учёной степени кандидата наук по научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение, кредит (профиль «Рынок ценных бумаг и валютный рынок».)

Лебедева К.М. представила диссертацию на тему: «Модели поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках» на соискание учёной степени кандидата наук к публичному рассмотрению и защите по научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение, кредит.

Содержание диссертации полностью соответствует паспортам научных специальностей 08.00.10 – Финансы, денежное обращение, кредит п. 6.1. «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов», п. 6.5. «Концепции и механизмы функционирования фондового рынка».

Полагаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Отмечаю, что:

1) соискатель учёной степени Лебедева К.М. предложила значимые для науки и практики научные положения о совершенствовании регулирования финансовых рынков с учетом моделей финансового поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках, что является существенным научным достижением в экономической отрасли науки, дополняющим новыми знаниями концепцию моделей финансовых рынков и интеграции в нее особенностей финансового поведения инвесторов как элемента, что развивает типологию моделей финансовых рынков и моделей финансирования экономики, а также теорию финансового поведения;

2) соискатель учёной степени Лебедева К.М. ввела в научный оборот следующие новые научные результаты:

***теоретические:***

***во-первых,*** дополнена характеристика модели финансового поведения инвесторов комплексом как устойчивых предпочтений, так и иррациональной составляющей. Выявлены отличительные черты финансового поведения инвесторов, что позволило предложить классификацию моделей финансового поведения внутренних инвесторов на развивающихся рынках (азиатская, исламская, латино-американская и постсоветская модели). Это позволило расширить научный аппарат поведенческих финансов и расширить методологические основы исследования моделей финансовых рынков и их

государственного регулирования с учетом сложившихся национальных моделей финансового поведения инвесторов (с.51-56);

**во-вторых**, обоснованы особенности использования комплексов различных методов исследования финансового поведения инвесторов на макро и микроуровне; определены возможности расширения научно-методического подхода за счет междисциплинарного ракурса (с.35-43);

**в-третьих**, обоснован механизм взаимосвязей и совместного движения цен ряда развивающихся рынков акций, валют и рынка нефти на основе портфельной теории, объясняющей инвестиции институциональных инвесторов в портфель активов развивающихся финансовых рынков как в единый портфель, и потому их финансовое поведение на этих рынках характеризуется относительной однородностью, но имеет различные последствия для отдельных развивающихся рынков в зависимости от их параметров (с. 61-92, 125-127);

**в-четвертых**, выявлены и охарактеризованы модели финансового поведения внутренних инвесторов на финансовых рынках России и группы стран Латинской Америки – с точки зрения структуры собственности, уровня принятия рисков, ценностноидеологических факторов (Россия в сравнении с Бразилией, Аргентиной, Мексикой). Раскрыты отличительные черты воздействия внутренних инвесторов на динамику развивающихся рынков (с. 93-110).

**практические:**

**в-пятых**, дан среднесрочный прогноз динамики российского финансового рынка на базе сценариев сохранения текущей модели рынка или ее институциональной модификации в соответствии с тенденциями усиления роли институтов с государственным участием и крупных компаний в структуре собственности и операций на финансовом рынке;

**в-шестых**, определены активы, отвечающие целям формирования международного диверсифицированного портфеля инвестиций; охарактеризованы отношения причинности по Грейнджеру (Granger causality), выявляющие переменные, которые могут быть использованы участниками рынка в качестве опережающих индикаторов (С. 75-81; 84-86);

**в-седьмых**, предложен комплекс мер по ограничению спекулятивных операций иностранных инвесторов на российском финансовом рынке, включающий ряд налоговых мер, а также мер монетарной политики, что будет способствовать увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников рынка и сокращению доли краткосрочных спекулятивных операций (с.132-142).

3) диссертация «Модели поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках» обладает внутренним единством, обусловленным логикой исследования и структурой диссертации. Сформулированные объект и предмет исследования в полной мере соответствуют теме и цели исследования, заключающейся в предложении новых научно обоснованных экономических решений по формированию эффективной политики, направленной на привлечение широкого круга инвесторов на российский финансовый рынок,

имеющих существенное значение для развития страны, а также расширение научного аппарата поведенческих финансов. Структура диссертации отражает преемственность разделов диссертации и логические взаимосвязи излагаемого в ней материала.

4) обоснованность положений и выводов диссертации «Модели поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках» подтверждена следующими аргументами: логическим анализом теоретических подходов и систематизацией широкого круга научных положений относительно типологии моделей финансовых рынков, финансового поведения, институционального развития финансовых рынков и его особенностей на развивающихся рынках; экономико-статистическим анализом данных Банка России, Федеральной службы государственной статистики, включая регрессионное моделирование; GARCH-моделирование; валидацией разработанных моделей.

Достоверность результатов, полученных Лебедевой К.М., обусловлена:

- использованием в исследовании портфельной теории, теорий финансового поведения и институционального развития;
- использованием для характеристики методологических основ исследования известных в мировой науке и практике подходов и обобщенного передового опыта, выраженных в типологии моделей рынков и моделей финансового поведения, в классификации факторов и индикаторов формирования моделей финансового поведения;
- использованием современных, адекватных специфике объекта исследования методик сбора и обработки исходной информации, а именно: индексного метода, корреляционного анализа, регрессионного моделирования, GARCH-моделирования.

5) результаты диссертации Лебедевой К.М. могут найти практическое применение в деятельности Центрального банка России как мегарегулятора российского финансового рынка, осуществляющего и монетарное, и макропруденциальное регулирование. В частности могут быть применены в стратегии формирования национальной модели финансового рынка и ее развития результаты классификации моделей финансового поведения инвесторов, их типовые характеристики и специфические параметры поведения на российском развивающемся финансовом рынке; при формировании прогнозов его развития на основе институциональных изменений и соответствующих потенциальных сдвигов в финансовом поведении.

6) диссертация содержит сведения о личном вкладе Лебедевой К.М. в науку, который выразился в:

- непосредственном участии автора диссертации на всех этапах процесса исследования,
- планировании цели, задач, формулировании темы, предмета исследования,
- анализе и обобщении информации по сравнительному анализу моделей финансового поведения инвесторов на развивающихся рынках в доступном научном обороте,

- разработке количественных моделей, проведении факторного анализа (оценки взаимовлияния динамики цен акций и валюты на развивающихся рынках, а также на рынке нефти); оценки значимости влияния и их валидации,
- обработке и интерпретации результатов моделирования, выполненных лично автором,
- личном участии автора диссертации в апробации результатов исследования,
- подготовке основных публикаций по выполненной работе.

7) все материалы или отдельные результаты, заимствованные Лебедевой К.М. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования.

Соискатель учёной степени Лебедева К.М. указала, что лично ею получены следующие результаты:

1. Дана концептуальная характеристика модели поведения инвесторов, принимающей во внимание как устойчивые предпочтения, так и иррациональную составляющую (С. 16-35), и предложена подробная классификация моделей поведения внутренних инвесторов на развивающихся рынках – в частности, выделены азиатская, исламская, латиноамериканская и постсоветская модели (С. 51-56).

2. Раскрыты отличительные черты методов исследования поведения инвесторов, которые могут быть использованы для анализа и прогнозирования развивающихся рынков в условиях неликвидности и ограниченной информации. Фундаментальный подход позволяет выявить причинно-следственные связи на макроуровне с помощью эконометрического моделирования и институционального анализа для объяснения поведения инвесторов на микроуровне с применением аналитического инструментария поведенческих финансов и рассмотрением результатов международных социологических исследований в контексте поведения участников рынка. Выбранный подход основан на международных сравнениях и является междисциплинарным (С. 35-43).

3. Раскрыт причинно-следственный механизм тесных взаимосвязей и совместного движения развивающихся рынков акций и валют России и ряда стран Латинской Америки, а также рынка нефти, демонстрирующих однородность поведения глобальных инвесторов, в том числе спекулятивных, доминирующих над внутренними инвесторами, поведение которых варьируется в зависимости от рассматриваемого рынка. Было выявлено, что одни и те же крупные международные институциональные игроки со значительно большими ресурсами, чем у внутренних участников рынка, инвестируют в пул развивающихся рынков, рассматривая их как единое целое (С. 62-92; 125-127).

4. Дана характеристика механизма принятия решений глобальными инвесторами (С. 110-121).

5. Выявлены и охарактеризованы модели поведения внутренних инвесторов на финансовых рынках России и группы стран Латинской Америки – с точки зрения структуры собственности, уровня принятия рисков, ценностно-идеологических факторов (Россия в сравнении с Бразилией,

Аргентиной, Мексикой). Раскрыты отличительные черты воздействия внутренних инвесторов на динамику развивающихся рынков (С. 93-110).

6. Дан среднесрочный прогноз динамики российского финансового рынка, прямо зависящий от сценариев развития экономики. Показано, что при дальнейшем огосударствлении экономики основными игроками рынка станут крупные компании и институты с государственным участием, произойдет сжатие рынка. В случае сохранения текущей модели на рынке продолжат преобладать глобальные спекулятивные игроки, в сценарии «экономики роста» – широкий круг внутренних и иностранных инвесторов с долгосрочными инвестиционными горизонтами (С. 121-125; 127-132).

7. Разработан комплекс мер по предотвращению спекулятивных действий и увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников рынка. Предложены способы рыночно-ориентированного контроля счета капитала – установление налогов/обязательных резервов для иностранных спекулятивных инвесторов. Рекомендовано введение прогрессивной шкалы налогообложения дохода от продажи облигаций, а также купонного дохода по облигациям в зависимости от срока владения ценной бумагой. Налог на дивиденды по акциям, напротив, предложено понизить. В аспекте монетарной политики рекомендовано постепенное снижение ключевой ставки и умеренное вмешательство Банка России для предотвращения резких колебаний валютного курса (С. 132 -142).

Несмотря на достаточно высокую степень проработанности рассматриваемых вопросов, необходимо отметить и ряд положений, которые требуют дополнительной аргументации:

1. Автором фактически реализован поликритериальный подход к формированию моделей финансового поведения на развивающихся рынках. Однако четкого перечня характеристик этих моделей для проведения сравнительного межстранового анализа и анализа поведения различных типов инвесторов (внутренних и иностранных) не приведено. Уместна была бы аналитическая схема анализа на основе таких характеристик финансового поведения.

2. Второе замечание вытекает из первого, а именно: следовало представить систему (или комплекс) критериев, на основе которых предложена классификация моделей финансового поведения на развивающихся рынках.

3. В пункте 4 научной новизны автор утверждает, что «дана характеристика механизма принятия решения глобальными инвесторами». Необходимо пояснить, в чем научная новизна этой характеристики и авторской позиции относительно такого механизма (с.110-121).

4. В работе рассчитана динамическая корреляция доходностей индекса RTS, нефти Brent, валютных пар рубль-доллар и евро-доллар в период с 25.06.2012 по 27.03.2020 с помощью модели DCC-GARCH, однако выводы и рекомендации для мегарегулятора на основе полученных расчетных результатов усилили бы комплекс предложений автора и в контексте достижения цели работы, и в контексте ее практической значимости.

8) основные научные результаты диссертации опубликованы в 10 публикациях общим объемом 8,4 п.л. (авторский объем 8,03 п.л.), в том числе 4 работы авторским объемом 3,05 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России;

9) соискатель учёной степени Лебедева К.М. в ходе работы над диссертацией и подготовки к публичной защите показала себя как грамотный и квалифицированный исследователь. При этом соискатель проявил системные теоретические знания по научной специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит; продемонстрировал умение логично и аргументированно излагать материал, показал высокий уровень владения принципами и методами научного познания, доказал наличие квалификационных способностей к дальнейшей научной деятельности в решении новых научных задач экономической отрасли науки.

Исходя из изложенного, полагаю, что представленная к защите диссертация:

- 1) соответствует заявленной научной специальности и может быть допущена к защите;
- 2) соответствует установленным критериям и требованиям.

---

Доктор экономических наук, профессор

 Алифанова Елена Николаевна

« 23 » декабря 2020 г.

Ф  
П  
У

Юридический факультет  
Институт экономики, права  
и социологии  
Финансового университета  
имени М.В. Ломоносова