

ОТЗЫВ

члена диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.116
по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук,
соискание ученой степени доктора наук,
д.э.н., доцента Криничанского Константина Владимировича
по диссертации на соискание учёной степени кандидата экономических наук
Лебедевой Марины Максимовны

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

Содержание диссертации полностью соответствует паспорту научной специальности — 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 положения о моделях поведения внутренних и внешних инвесторов на фондовых рынках стран с формирующимися рынками, причинно-следственном механизме синхронизации движения рынков акций и валют России и ряда стран Латинской Америки, что является научным достижением в отрасли финансов, дополняющим новыми знаниями такие направления, как теория ценообразования на рынках капитала, теория инвестиционного поведения.

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

В числе теоретических результатов — модель поведения инвесторов на развивающихся рынках. В частности, автор конкретизирует, в чем состоят устойчивые предпочтения и иррациональная составляющая в характеристиках поведения инвесторов — представителей формирующихся рынков, дополнительно показывая, что результирующий вектор динамики рынка определяется действиями глобальных инвесторов, проявляющих однородность поведения, рассматривающих развивающиеся рынки как единое целое и доминирующих над внутренними инвесторами.

В числе практических результатов — комплекс мер по предотвращению спекулятивных действий и увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников рынка. Сформулированные соискателем предложения дополняют используемую в настоящее время финансовыми регуляторами систему поддержания финансовой стабильности и включают регуляторные элементы, в частности, введение обязательных резервов для иностранных портфельных инвесторов и фискальные элементы, в числе которых введение прогрессивной шкалы налогообложения дохода от продажи облигаций, и купонного дохода по облигациям, снижение ставки налога на дивиденды.

3) диссертация «Модели поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках» обладает внутренним единством и логичностью изложения. Содержание диссертации отвечает выбранной теме исследования. План диссертации в полной мере отражает логику исследования и содержит теоретико-методологическую часть (гл. 1. Модели поведения инвесторов: теоретические основы) и практическую часть (Глава 2. Взаимосвязь развивающихся рынков как индикатор однородности поведения инвесторов), выходящую в область рекомендаций к политике (Глава 3. Применение поведенческих подходов для определения направлений развития финансовых рынков России и Латинской Америки). Логика работы позволяет автору достигнуть поставленную цель. Подпункты внутри глав соответствуют по заголовкам и содержанию названиям глав. Автореферат диссертации соответствует ее содержанию.

4) обоснованность положений и выводов диссертации «Модели поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках» подтверждена следующими аргументами.

Прежде всего, это целостность и всесторонний охват основных проблем предмета исследования, фундаментальный характер основных положений и практических рекомендаций.

Достоверность и обоснованность научных результатов, полученных соискателем, обуславливаются корректным использованием методов научного познания — анализа, синтеза, обобщения, индукции, моделирования. В диссертации были использованы эконометрические методы: корреляционный анализ, тест причинности по Грейнджеру, метод главных компонент, регрессионный анализ, GARCH-моделирование. Длительный ретро-горизонт анализа — с 2008 по 2020 год — может свидетельствовать об устойчивости выявленных причинно-следственных взаимосвязей и паттернов совместного движения рынков товарных активов, а также финансовых рынков и валют.

В процессе проведения анализа и формирования выводов автор обращался к авторитетным источникам данных — Всемирному банку, МВФ, ООН, Банку

России, Федеральной таможенной службе, Федеральной службе государственной статистики, Московской бирже, биржам США и Латинской Америки, международным инвестиционным фондам.

Исследование базируется на глубоком изучении имеющихся научных и прикладных работ в области поведенческих финансов зарубежных и российских авторов – Д. Канемана, А. Тверски, М. Бейкера, Д. Вурглера, Т. Ховарда, А. Дамодарана, Я. Миркина и др., а также международных социологических исследований таких, как World Values Survey и Culture Compass Survey. В целом, в работе над диссертацией автором был задействован 281 источник.

Основные положения диссертационного исследования прошли научно-практическую апробацию и получили положительную оценку на шести международных и российских конференциях.

Основываясь на вышесказанном, можно отметить высокую степень представительности и достоверности исходных данных, а также обоснованность научных результатов, полученных в рамках исследования.

Вместе с тем, не все положения и выводы диссертации подтверждены достаточными аргументами. Так, по нашему мнению, выделение диссертантом так называемых «азиатской», «исламской», «латиноамериканской» и «постсоветской» моделей поведения инвесторов не вполне обосновано. Здесь присутствует некоторая подмена понятий. Культурный код может задавать, например, ограничения объектов инвестирования, как это присутствует в ряде исламских стран. Уровень жизни (безотносительно страновой или культурной идентификации) может определять горизонт инвестирования, норму сбережений и пр. Уровень развития финансового сектора может определять соотношение между депозитами банков и инвестициями в акции, но это соотношение безотносительно к принадлежности к культуре будет со временем меняться, как это происходит в последние 2-3 года в России. Такие используемые автором характеристики рынков, как качество институтов или концентрация собственности с моделью поведения инвесторов имеют мало общего. Ключевые признаки модели поведения могут быть найдены в таких характеристиках, как, например, толерантность к риску. В этом отношении потребовались бы доказательства, что пропорции между азартными и консервативными инвесторами в данных странах и, например, странах ЕС или США различаются. Этого в работе не представлено.

Кроме того, заметим, что автор работы утверждает об использовании «фундаментальн[ого] подход[а], позволя[ющего] выявить причинно-следственные связи на макроуровне с помощью эконометрического моделирования и институционального анализа для объяснения поведения инвесторов на микроуровне». Это не подтверждается ни содержанием указанных

в автореферате стр. 35–43, ни результатами гл. 2 диссертации, в которой, собственно, содержатся итоги эконометрического анализа. В выводах автор говорит о совместной динамике ряда фондовых индексов (например, России и Бразилии), фондовых индексов и товарных цен и пр., но как эти результаты спроецировать на поведение частных инвесторов остается не выясненным. Автор говорит о том, что это поведение будет определяться сырьевой зависимостью, уровнем безработицы и коррупции, показателями государственного долга, неблагоприятным инвестиционным климатом (стр. 92), но это, во-первых, остается декларативным выводом, во-вторых, опять же говорит о подмене понятий, т.к. уводит от ключевой проблематики «поведенческого» направления в финансах, ориентированной на выявление границ рационального/иррационального, склонностей к когнитивным ошибкам, закономерностей коллективного поведения. Однако коллективное поведение, к примеру российских инвесторов, некорректно, на наш взгляд, ассоциировать с характеристиками индекса РТС (в т.ч. во взаимодействии с другими рынками), поскольку сделки на нем совершаются инвесторами разных юрисдикций.

5) результаты диссертации Лебедевой К.М. нашли практическое применение в деятельности отдела инвестиционной аналитики Акционерного общества «Управляющая компания «Еврофинансы». В частности, определенные в диссертации зависимости, опережающие индикаторы и драйверы динамики российского рынка акций и сырьевых рынков применяются для прогнозирования конъюнктуры данных рынков. Компанией учитываются практические рекомендации по анализу настроений рынков с разной степенью зрелости.

Результаты научного исследования используются Департаментом банковского дела и финансовых рынков Финансового университета в преподавании научно-исследовательского семинара для обучающихся по направлению подготовки 38.04.08 – Финансы и кредит, магистерская программа «Финансовая математика и анализ рынков».

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

– автор корректно сформулировал тему диссертационного исследования, определил предмет и цель исследования, конкретизировал цель в поставленных задачах;

– соискатель обобщил информацию по теме диссертации, что выразилось в критическом изучении научной литературы следующих направлений: особенности развития и характеристики российского финансового рынка (Н. Берзон, Я. Миркин, Т. Теплова), рациональное и иррациональное в человеческом поведении (Д. Канеман), социальные установки и социальный договор (А. Аузан), коллективное поведение и психология масс (Г. Блумер,

Г. Лебон), факторный анализ фондового рынка (Е.А. Федорова), типология финансовых рынков и финансовых систем (Ф. Аллен, Т. Андерсен, Э. Демиргуч-Кунт, Б. Рубцов, П. Холл), ценообразование на рынках капитала (Ф. Блэк, М. Бреннан, М. Харрис, П. Стулц, Ю. Фама, П. Корредор, Э. Феррер, Э. Де Джорджи, Т. Пост, Ю. Атакан), особенности динамики фондовых рынков стран с развивающейся экономикой (Д. Блицц, Н. Чакичи, Я. Тан, А. Ян), поведенческие финансы (Г. Браун, Х. Кент Бейкер, Дж. Нофсингер, К. Ховард, С. Чанг);

– автор собрал и систематизировал обширную базу исходных данных для проведения статистических процедур и проверки гипотез, включающую данные международных институтов (Всемирный банк, Банк международных расчетов, Международный валютный фонд, Doing Business Database, ОЭСР, Transparency International, Экономическая комиссия по Латинской Америке и Карибскому региону), российских статистических ведомств и исполнительной власти (Росстат, ФТС России), крупных инвестиционных институтов и банков (BlackRock Emerging Markets Fund, Fidelity Global Emerging Markets Fund, Goldman Sachs Emerging CORE Equity Portfolio Fund), иных статистических источников (Helgi Library, World's Top Exports).

– диссертант провел статистический анализ взаимозависимости рынков акций, представляющих выборку стран с формирующимися рынками, и рынка акций США;

– диссертант провел статистический анализ взаимозависимости рынков акций, представляющих выборку стран с формирующимися рынками, и рынков сырьевых товаров;

– диссертант провел статистический анализ взаимосвязи российского рынка акций, цен на нефть Brent и валютных пар рубль-доллар и евро-доллар;

– автора диссертации непосредственно участвовал на всех этапах процесса исследования, лично участвовал в апробации результатов исследования, подготовке публикаций по выполненной работе.

Лебедева К.М. проявила необходимые общие теоретические знания по научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит; овладела принципами и логикой научного познания; продемонстрировала умение логично излагать материал о моделях поведения инвесторов на финансовых рынках, их особенностях и факторах формирования; овладела знаниями в области финансовой науки, социальной психологии, эконометрики, умениями использовать данные знания для проведения анализа социально-экономических процессов, навыками изложения результатов научного исследования и их представления в виде научных статей, докладов, обобщения в

виде научной квалификационной работы. Следует заключить, что Лебедева К.М. доказала наличие квалификационных способностей к дальнейшей научной деятельности в решении новых научных задач финансовой отрасли науки.

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 ей получены следующие результаты:

- концептуальная характеристика модели поведения инвесторов, подробная классификация моделей поведения внутренних инвесторов на развивающихся финансовых рынках;

- раскрытие отличительных черт методов исследования поведения инвесторов;

- раскрытие причинно-следственного механизма взаимосвязей рынков акций и валют России и стран Латинской Америки, а также рынка нефти; выводы о значительном доминировании глобальных спекулятивных инвесторов над внутренними инвесторами и восприятии глобальными инвесторами развивающихся рынков как единого целого;

- характеристика механизма принятия решений глобальными инвесторами;

- детальная характеристика моделей поведения инвесторов на финансовых рынках России и группы стран Латинской Америки, раскрытие отличительных черт воздействия внутренних инвесторов на динамику развивающихся рынков;

- среднесрочный прогноз динамики российского финансового рынка, прямо зависящий от сценариев развития экономики;

- разработка комплекса мер по предотвращению спекулятивных действий и увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников рынка.

Указаний на наличие результатов, полученных в соавторстве, в работе соискателя нет.

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

9) соискатель учёной степени Лебедева К.М. в ходе работы над диссертацией и подготовки к публичной защите показала хорошие теоретические знания в своей области исследований, проявила способности к исследовательской деятельности в целом и аналитической работе в частности, продемонстрировала умение ставить и решать сложные исследовательские задачи.

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.

с.

Криничанский Константин Владимирович

доктор экономических наук, доцент

« 23 » декабрь 2020 г.


 с.о.в.в. п.