

ОТЗЫВ

члена диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101 по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук д.э.н., доцента Лосевой Ольги Владиславовны по диссертации на соискание учёной степени кандидата экономических наук Шалыганова Кирилла Юрьевича

Шалыганов Кирилл Юрьевич представил диссертацию на тему: «Совершенствование механизма формирования портфеля облигаций корпорации с фиксированным доходом» на соискание учёной степени кандидата наук к публичному рассмотрению и защите по научной специальности 5.2.4 Финансы.

Содержание диссертации полностью соответствует паспорту научной специальности, выполнено в соответствии с пунктом 7 «Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере».

Считаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Отмечаю, что:

1) соискатель учёной степени Шалыганов Кирилл Юрьевич предложил значимое для науки и практики решение актуальной научной задачи, имеющей важное социально-экономическое значение — совершенствование механизма формирования портфеля облигаций корпорации с фиксированным доходом в части развития подходов и методов, прикладных моделей и научно-методических рекомендаций по формированию и управлению портфелем облигаций с фиксированным доходом в современных условиях российского финансового рынка;

2) соискателем учёной степени Шалыгановым Кириллом Юрьевичем получены следующие новые научные результаты:

теоретические: предложена классификация рисков инвестирования в облигации с фиксированным доходом с выделением инфраструктурного риска, которая учитывает проанализированные автором тенденции и реалии российского фондового рынка; предложен подход к формированию портфеля облигаций корпорации с фиксированным доходом на основании логических правил в рамках общего механизма формирования портфеля, предполагающий выделение ключевых детерминантов, влияющих на риск и доходность облигаций и определяемых корпорацией в качестве значимых, стандартизацию их значений в единой шкале от нуля до единицы и дальнейший расчет итогового показателя оценки, позволяющего в простой и удобной форме оценить степень привлекательности каждого актива и итогового портфеля;

практические: на основе функции желательности Харрингтона предложен интегральный g -критерий оценки облигаций с фиксированным доходом, позволяющий при помощи методов многокритериальной оптимизации оценивать каждую облигацию из выборки с позиции широкого перечня факторов риска и доходности количественного и качественного характера; даны методические рекомендации по формированию портфеля облигаций с фиксированным доходом, включающие описание конкретных этапов и методов его реализации, позволяющие сформировать портфель на основании логического подхода и предложенной модели формирования.

3) диссертация «Совершенствование механизма формирования портфеля облигаций корпорации с фиксированным доходом» в целом обладает внутренним единством. Вместе с тем, следует отметить, что названия глав не в полной мере соответствуют содержанию параграфа. Так, в первой главе, наряду с теоретическими аспектами рассмотрен статистический анализ и тенденции российского рынка облигаций. Во второй главе, несмотря на название, не раскрывается что, конкретно, совершенствуется в механизме формирования портфеля облигаций, архитектура и базовые элементы которого рассмотрены, наоборот, в первой главе. Интегральный критерий оценки риска портфеля рассматривается до логического подхода к формированию портфеля, основанного на этом критерии. Это нарушает принцип изложения «от общего к частному» и не позволяет в полной мере сосредоточиться на логике изложения;

4) обоснованность положений и выводов диссертации «Совершенствование механизма формирования портфеля облигаций корпорации с фиксированным доходом» подтверждена следующими аргументами:

- полученные соискателем результаты не противоречат фундаментальным положениям теорий корпоративных финансов, финансовых инвестиций, концепциям управления портфелем облигаций с фиксированным доходом, изложенным в трудах отечественных и зарубежных авторов, результатам монографических исследований по проблематике работы;

- правомерность предложенного автором логического подхода, критерия оценки совокупных рисков, модели формирования портфеля облигаций корпорации подтверждается опорой на зарекомендовавшую себя в других исследованиях функцию желательности Харрингтона, а обоснованность методических рекомендаций по формированию такого портфеля – их успешной апробацией на примере трех конкретных портфелей, сформированных по статистически значимой выборке из 562 облигаций российских компаний различных сфер экономики, выборки государственных облигаций Министерства финансов Российской Федерации в количестве 27 выпусков;

Достоверность результатов, полученных Шалыгановым К.Ю., обусловлена использованием действующей теоретико-методологической базы в сфере

финансовых инвестиций, законодательных и нормативных положений, регулирующих исследуемую предметную область, применением эконометрического моделирования и методов многокритериальной оптимизации для расчета совокупного риска портфеля облигаций на основе функции желательности Харрингтона;

5) результаты диссертации Шалыганова К.Ю. используются Банком «Мир Привилегий» в своей деятельности, в частности используется разработанный интегральный логический критерий к комплексной оценке рисков инвестиций в облигации, а также научно-методический логический подход к управлению портфелем облигаций. Материалы диссертации также используются Кафедрой корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Финансовое моделирование в фирме» для направления подготовки 38.04.01 «Экономика», направленность программы «Оценка бизнеса и корпоративные финансы».

Выводы и результаты диссертационного исследования Шалыганова К.Ю. могут использоваться в инвестиционной деятельности корпораций различных сфер экономической деятельности;

б) диссертация содержит сведения о личном вкладе Шалыганова К.Ю. в науку, который выразился в самостоятельной постановке задач исследования, анализе и обобщении источников информации по теме диссертации, получении исходных эмпирических данных, их обработке и интерпретации, решении поставленных задач исследования и развитии научных представлений механизме формирования портфеля облигаций корпорации, внедрении полученных результатов в практику деятельности компаний, их апробации на научных конференциях, подготовке авторских публикаций по выполненной работе;

7) все материалы, заимствованные Шалыгановым К.Ю. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования.

Соискатель учёной степени Шалыганов К.Ю. указал, что лично им получены следующие результаты:

1) классификация рисков инвестирования в облигации с фиксированным доходом с позиции корпорации как элемент механизма формирования инвестиционного портфеля, разделяющая все риски по сферам их возникновения на информационные, бизнес-риски, политические и экономические, учитывающая выявленный новый инфраструктурный риск, отличающаяся от существующих классификаций рисков инвестирования своей детализацией и концентрацией на облигациях с фиксированным доходом. Классификация позволяет усовершенствовать подход к формированию и управлению портфелем облигаций корпорации путем учета более широкого спектра рисков, влияющих на ключевые

характеристики портфеля, значимые при принятии инвестиционных решений корпорации (С. 33-37);

2) интегральный логический критерий оценки совокупного риска облигаций с фиксированным доходом для их включения в инвестиционный портфель, базирующийся на анализе, оцифровке и векторной свертке комплекса выявленных существенных рисков, позволяющий оценивать их совместное влияние в рамках единой числовой характеристики, в отличие от существующих однокритериальных подходов к оценке отдельных рисков (С. 43-47);

3) логический подход к формированию и управлению портфелем облигаций с фиксированным доходом, отличающийся от существующих универсальностью применения и широтой охвата факторов риска облигаций на основании разработанного интегрального логического критерия их оценки. Предложенный подход к структурированию портфеля через совместную оценку объективных и субъективных параметров на основании логических правил их оценки через максимизацию интегрального логического критерия позволяет получить более точную оценку совокупного риска портфеля при сопоставлении с показателями его доходности (С. 93-105);

4) модель формирования портфеля облигаций корпорации с фиксированным доходом, основанная на матрице стандартизированных оценок ключевых факторов риска и доходности через максимизацию интегрального логического критерия портфеля при заданных ограничениях, позволяющая получать оценки интегрального логического критерия разнообразных портфелей, производить их сравнительную оценку и выбирать наилучший вариант инвестирования в соответствии с целями и задачами корпорации (С. 103-105);

5) научно-методические рекомендации реализации логического подхода при применении механизма формирования и управления портфелем облигаций корпорации с фиксированным доходом, содержащие способ стандартизации значений факторов риска и доходности облигаций, логические правила оцифровки факторов и шкалу их перевода для формирования стандартизированной матрицы оценок, способ расчета интегрального логического критерия портфеля, модель распределения капитала между облигациями, стратегии управления портфелем, связанные с целями его формирования, направления диверсификации (С. 106-120);

8) основные научные результаты диссертации опубликованы в 6 статьях в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России;

9) соискатель учёной степени Шалыганов К.Ю. в ходе работы над диссертацией показал себя как высокопрофессиональный целеустремленный исследователь, владеющий необходимыми системными знаниями по специальности 5.2.4 Финансы в соответствии с диссертационной тематикой, а также принципами и методологией научного познания, продемонстрировал

квалификационные способности решать научные задачи в сфере корпоративных финансов и финансовых инвестиций.

Помимо замечаний, указанных в п.3 настоящего отзыва по диссертации имеются следующие замечания и вопросы:

1) не ясно, как учитывается выделенный автором инфраструктурный риск облигаций в дальнейшем исследовании и апробации (примеры не приведены) и каким образом автор предлагает его оценивать экспертно с применением функции желательности на уровне корпорации, если он относится к политическим рискам, исходя из разработанной соискателем классификации;

2) по выбранному автором довольно известному инструменту – функции желательности Харрингтона – для развития механизма формирования инвестиционного корпоративного портфеля облигаций возникает ряд вопросов: а) не понятно, как определялись частные желательности по каждому параметру (формулы не приведены); при этом автор говорит о выборе экспертным путем узловых точек и построении впоследствии моделей регрессии – на основе чего предложена такая модификация традиционной функции желательности, для которой считается, как правило, средняя геометрическая величина? б) как определяются веса параметров облигации, если такая задача вытекает из цели формирования портфеля? или все параметры всегда равнозначны?; в) кто является экспертами и как проверяется согласованность их мнений?;

3) недостаточно обосновано утверждение автора, что «предложенный подход к структурированию портфеля через совместную оценку объективных и субъективных параметров на основании логических правил их оценки через максимизацию интегрального логического критерия позволяет *получить более точную оценку* совокупного риска портфеля», поскольку мера точности не определена и не понятно, по сравнению с чем достигается более высокая точность, тем более, что речь в работе идет об экспертной оценке одним управляющим.

Указанные вопросы и замечания нуждаются в пояснении на защите.

В целом, полагаю, что представленная к защите диссертация:

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


(личная подпись)

Лосева Ольга Владиславовна

Доктор экономических наук, доцент

итета

22.11.2024

