

«УТВЕРЖДАЮ»

Директор

Федерального государственного бюджетного  
учреждения науки «Институт проблем рынка  
Российской академии наук»,  
чл.-корр. РАН, д.э.н., профессор В.А. Цветков



04 сентября 2018 г.

## ОТЗЫВ ВЕДУЩЕЙ ОРГАНИЗАЦИИ

на диссертационную работу Мазаева Никиты Юрьевича на тему:  
«Развитие механизма управления портфелем ценных бумаг на фондовом  
рынке России на основе макроэкономической методики»,  
представленную на соискание ученой степени кандидата экономических  
наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и  
кредит в диссертационный совет Д 212.196.02 в ФГБОУ ВО «Российский  
экономический университет им. Г.В. Плеханова»

### 1. Актуальность темы диссертационного исследования

Диссертация посвящена совершенствованию механизма портфельного управления на фондовом рынке России, что имеет особое значение в условиях изменяющейся макроэкономической конъюнктуры страны. В связи с большим количеством неблагоприятных внешних факторов регуляторы монетарной и фискальной политики поддерживают путь повышения устойчивости и обособленности экономики страны, что делает динамику российского фондового рынка более независимой и требует разработки дополнительных параметров в механизме управления портфелем на российском фондовом рынке. Повышение независимости фондового рынка также приводит к сокращению спекулятивных и повышению инвестиционных операций, что требует доработки механизма управления активами для более среднесрочного, долгосрочного периода. В диссертационной работе на основе анализа имеющихся макроэкономических индикаторов исследуется вопрос эффективности применения внутристрановой макроэкономической методики в механизме портфельного управления на российском фондовом рынке и предложен гибридный способ

инвестирования, позволяющий качественно сочетать спекулятивный и портфельный подход к управлению активами.

Вследствие долгой исторической зависимости экономики страны от сырьевого рынка и динамики зарубежных экономик в механизме управления портфелем ценных бумаг отсутствует апробированная макроэкономическая методика, позволяющая качественно улучшить прогнозирование динамики российского фондового рынка. Учитывая вышеизложенное, очевидной является актуальность темы исследования и его практическая значимость для развития механизма управления портфелем ценных бумаг на фондовом рынке России.

Цель диссертационного исследования определена автором как «разработка теоретических положений и практической макроэкономической методики, способствующих развитию механизма управления портфелем ценных бумаг».

Предметом исследования выступает совокупность экономических и финансовых отношений, возникающих при использовании макроэкономической методики в механизме портфельного управления на фондовом рынке.

Область исследования диссертационной работы соответствует п. 6.4 «Теория и методология проблемы портфельной политики в области ценных бумаг», п. 6.6 «Развитие теоретических и практических основ биржевой политики и биржевой торговли» Паспорта Высшей аттестационной комиссии Российской Федерации по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

Диссертационная работа Мазаева Н. Ю. имеет теоретическое и практическое значение, что подтверждается в работе полученными результатами исследования, способствующих развитию теории финансов и повышающих эффективность управления активами на российском фондовом рынке.

**2. Результаты исследования и их научная и практическая значимость**

Диссертационное исследование выполнено на 155 страницах, состоит из введения, трех глав и заключения. Базируется на 118 источниках, состоящих из отечественных и зарубежных научных работ, федеральных законов и нормативных актов, современных статистических общепринятых баз данных и информационно – аналитических материалов. Иллюстрированный материал представлен в 26 рисунках, 39 таблицах и 3 приложениях.

Результаты, полученные Мазеевым Н. Ю. в диссертационной работе, характеризуются новизной и обладают научной ценностью. Автор использует системный подход, структурируя механизм управления портфелем ценных бумаг на российском фондовом рынке и внедряя в него внутристрановую макроэкономическую методику, предварительно определив характеристики каждого используемого макроэкономического индикатора. Предложенный механизм портфельного управления вносит вклад в развитие теоретических основ биржевой торговли и способствует практическому совершенствованию управления активами на российском фондовом рынке.

В диссертационной работе на основе анализа эволюции портфельной теории дается авторское определение механизму управления портфелем ценных бумаг, которое сочетает в себе все необходимые современные этапы Top Down и Bottomup анализов (с.27-35). Автор проводит анализ реальной и ожидаемой волатильности по фондовым рынкам России, США и Германии для установления значимости использования спекулятивного и портфельного подходов на российском фондовом рынке и определения критерия изменения ожидаемой волатильности для своевременного перехода от спекулятивного подхода к распределению активов на фондовом рынке к портфельному, что повышает доходность управления (с.36-52).

Далее в диссертации исследуются различные макроэкономические индикаторы, которые на основании тесноты связи с фондовым индексом российского фондового рынка и ВВП страны распределяются на два кластера макроэкономических индикаторов: опережающие (с.67) и подтверждающие (с.88 – 89). При рассмотрении каждого из макроэкономических индикаторов дается характеристика, и на основании эмпирического статистического

анализа представляется система оценок, которую следует применять в механизме портфельного управления для качественного прогнозирования динамики российского фондового рынка (с.69, 75, 78-79, 85). Систематизация результатов исследования, полученных в первых двух главах, составляет основу для проверки практической эффективности разработанного механизма портфельного управления на российском фондовом рынке. Для более качественного анализа автор использует статистические данные двух разных периодов экономического цикла: период рецессии 2015 года и период положительного экономического роста 2017 года. На основании системы разработанных оценок макроэкономических индикаторов дается прогноз динамики российского фондового рынка на ближайшие 6 месяцев каждого из периодов (с.118,130). Критерием оценки является динамика ключевых индексов Московской биржи ММВБ и RTS. Разработанная макроэкономическая методика в период рецессии продемонстрировала свою эффективность в прогнозировании динамики индекса RTS; индекс ММВБ показал обратную прогнозу динамику (с.122-123), вследствие чего автор определил причины отклонения и выявил условия, включающие в себя формирование собственных макроэкономических индикаторов на базе западных аналогов, расширение полномочий регулятора и ужесточение регулирования торговли ценными бумагами на фондовом рынке России на законодательном уровне. В совокупности предложенные условия позволяют повысить эффективность предложенной внутристрановой макроэкономической методики в рамках механизма управления портфелем ценных бумаг на российском фондовом рынке (с.123-129). В пострецессионный период во время стабильного экономического роста полученный прогноз в результате применения макроэкономической методики показал свою эффективность на обоих ключевых биржевых индексах (с. 132-133).

Диссертационное исследование Мазаева Н.Ю. содержит положения и выводы, которые можно признать элементами приращения научных знаний.

Автору удалось структурировать эффективные макроэкономические индикаторы по экономике России, позволяющие качественно прогнозировать

динамику фондового рынка страны, на два кластера, которые разработаны и успешно используются нашими зарубежными коллегами из «Национального бюро экономических исследований» США.

Разработанная в результате исследования внутристрановая макроэкономическая методика в рамках механизма портфельного управления позволяет качественно спрогнозировать динамику российского фондового рынка на ближайшие 3-6 месяцев путем поступательного анализа. Из трех известных макроэкономических методик автор использует методику контрольного листа, где первоначально формируется базовый прогноз на основании анализа данных группы опережающих макроэкономических индикаторов по предложенной автором системе оценок, далее на основании подтверждающих макроэкономических индикаторов автор получает подтверждение правильности сформированного базового прогноза. Также совокупность анализа опережающих макроэкономических индикаторов и мониторинг динамики изменения индекса ожидаемой волатильности позволяет определить периоды, когда следует использовать более краткосрочный спекулятивный подход, а когда более среднесрочный портфельный.

Заслуживает внимание и авторская трактовка определения «механизм портфельного управления», которое сочетает в себе три фазы анализа, используемые портфельными управляющими при отборе различных классов активов в портфель.

Предложенные автором действия, выявленные в результате исследования практик развитых экономик, включают в себя создание новых институтов, изменение законодательства и полномочий регулятора биржевого рынка, позволяющих повысить эффективность применения разработанной макроэкономической методики, также повышают уровень независимости экономики и, как результат, динамики биржевых активов на фондовом рынке России.

Теоретическая значимость результатов исследования состоит в систематизации и развитии знаний в области управления портфелем на российском фондовом рынке посредством отбора, группировки и разработки

оценок для эффективных макроэкономических индикаторов и внедрения макроэкономического анализа в механизм управления активами, совершенствовании определения «механизм портфельного управления на рынке ценных бумаг» в соответствии с современными тенденциями.

Практическая значимость исследования состоит в создании внутристрановой макроэкономической методики, позволяющей качественно прогнозировать динамику фондового рынка, экономики и действий регулятора монетарной политики страны в период 3-6 месяцев, определять периоды, когда финансово выгоднее будет использовать спекулятивный подход, а когда портфельный. Результаты исследования могут послужить основой для дальнейших научных разработок в сфере прогнозирования динамики российского фондового рынка на основе макроэкономического анализа.

### **3. Рекомендации по использованию результатов и выводов диссертационного исследования**

Результаты, положения и выводы диссертационного исследования могут быть использованы частными инвесторами, инвестиционными компаниями, хедж-фондами, консалтинговыми компаниями, занимающимися финансовым консультированием в области управления активами для улучшения качества отбора ценных бумаг в портфель и своевременного изменения распределения денежных средств между различными финансовыми активами, что повышает финансовую устойчивость по портфелю и сокращает риски по просадке финансового счета.

Доказанная эффективность макроэкономических индикаторов показывает важность создания собственных опережающих макроэкономических индикаторов на базе научных институтов или регулятора монетарной политики.

Полученные автором результаты, разработанная методика и выводы могут быть использованы в учебном процессе высших учебных заведений в преподавании дисциплин «Фундаментальный анализ на рынке ценных бумаг», «Макроэкономика» в рамках соответствующих образовательных программ.

#### 4. Замечание по диссертационному исследованию

Полученные результаты в процессе научного исследования, наличие элементов научной новизны, тем не менее, не исключают наличия в диссертации некоторых недостатков, дискуссионных положений и выводов, требующих пояснения и дальнейшего развития.

1. Раздел «Степень научной разработанности темы исследования...» во введении автореферата и диссертации не содержит перечень ученых, которые исследовали рассматриваемую тему в своих публикациях. В разделе «Теоретическая основа исследования...» приведен перечень отечественных авторов, работы которых использовались в исследовании, в том числе указаны следующие: работы Л.Н. Андриановой, В.А. Галанова, Е.В. Ипполитова, Ю.П. Митина, С.П. Сазонова, Е.В. Семенковой, К.А. Торжевский, Ю.Ю. Финогеновой. Других отечественных ученых, исследовавших аналогичные проблемы, автор не назвал. Таким образом, не ясно опирался ли претендент на ученую степень кандидата экономических наук при подготовке диссертационного исследования на труды наиболее выдающихся российских экономистов, заложивших фундаментальные основы этой сферы экономической науки.

2. Предложенный механизм портфельного управления, по словам автора, позволяет лучше диверсифицировать портфель при анализе опережающих макроэкономических индикаторов (с. 75), но в практической части автор не приводит пример конкретного построения портфеля с учетом данной гипотезы, что, по нашему мнению, усилило и дополнило бы значимость исследования.

3. Анализ минимизации рисков при использовании разработанной макроэкономической методики (с.104-105) представляет собой теоретический вывод без каких-либо реальных математических доказательств и обоснований, что методика действительно позволяет на практике минимизировать части внешнеэкономических и внутриэкономических рисков.

4. Одним из условий, выявленных автором, позволяющих повысить эффективность разработанной макроэкономической методики, является

мониторинг операций на бирже ММВБ на прямую Банком России, а не через посредника, которым выступает сама биржевая площадка (с. 127), однако на данный момент на бирже ММВБ анализ торгов и выявление недобросовестных торговых операций осуществляется на основании алгоритмов, разработанных и внедренных Центральным банком России, что делает данное условие уже реализованным и неактуальным.

Отмеченные недостатки не отменяют общей положительной оценки и носят конкретизирующий характер.

### **5. Общий вывод**

Представленное научное исследование выполнено на актуальную тему и является самостоятельной, законченной научно-исследовательской работой, что подтверждает способность автора выявлять научные проблемы, предлагать пути их решения, анализировать различные подходы к исследуемой проблеме, учитывать динамику быстроизменяющейся экономической конъюнктуры, обосновывать теоретические положения, способные развивать теорию финансов в исследуемой теме. В основе научной работы лежат труды ведущих и зарубежных ученых.

Результаты диссертационного исследования обладают научной новизной, достоверностью и обоснованностью выводов, имеют теоретическую и практическую значимость. Автор достиг поставленной в работе цели и решил обозначенные задачи.

Основные положения и выводы исследования отражены в 8 статьях, из них 4 публикации в различных рецензируемых научных изданиях, 1 публикация в журнале, входящем в базу данных Scopus. Автореферат полностью отражает содержание, основные положения и выводы диссертации.

Проверка в системе «Антиплагиат» показала корректность заимствований, имеющих в работе.

На основании изложенного, диссертация Мазаева Никиты Юрьевича на тему «Развитие механизма управления портфелем ценных бумаг на фондовом рынке России на основе макроэкономической методики» соответствует требованиям и критериям «Положения о присуждении ученых



степеней», предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата экономических наук, а ее автор Мазаев Никита Юрьевич заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

Отзыв обсужден и одобрен на заседании Лаборатории цифровой экономики и отраслевых рынков ИПР РАН (протокол №4 от 03 сентября 2018 г.).

Заместитель директора по научной работе ИПР РАН,  
заведующий Лабораторией цифровой экономики и  
отраслевых рынков ИПР РАН,  
доктор экономических наук, проф. РАН

Логинов Евгений Леонидович

«Подпись Логинова Евгения Леонидовича удостоверяю»:

Ученый секретарь ИПР РАН,

кандидат экономических наук, доцент

Юрьева Анна Анатольевна

#### Сведения о ведущей организации:

Федеральное государственное бюджетное учреждение науки  
Институт проблем рынка Российской академии наук (ИПР РАН)  
117418, Российская Федерация, г. Москва, Нахимовский просп., 47,  
<http://www.ipr-ras.ru>  
тел.: (499) 129-10-00, e-mail: [director@ipr-ras.ru](mailto:director@ipr-ras.ru)