

УТВЕРЖДАЮ

Первый проректор федерального
государственного автономного
образовательного учреждения высшего
образования «Национальный
исследовательский университет
«Высшая школа экономики»
д.э.н., профессор

В. В. Радаев

« 21

2021 г.

ОТЗЫВ ВЕДУЩЕЙ ОРГАНИЗАЦИИ

на диссертационную работу Потомовой Софьи Александровны на тему
«Развитие инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в
Российской Федерации», представленную на соискание учёной степени
кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы,
денежное обращение и кредит

Актуальность темы диссертационного исследования.

Развитие процессов секьюритизации финансовых рынков и финансовых активов является одной из важнейших инноваций конца 20-го начала 21-го веков, оказавшей значительное влияние на развитие финансовых рынков. Важнейшим элементом процесса секьюритизации является трансформация неликвидных финансовых активов, имеющих на балансах банков в виде залоговых на недвижимость, в высоко ликвидные ценные бумаги, что позволяет интенсифицировать банковскую деятельность по кредитованию ипотеки. Это способствует не только повышению эффективности деятельности банков, но и ведет к развитию строительной индустрии, а также других связанных со строительством отраслей. Поэтому актуальность диссертационного исследования, посвященного рассмотрению вопросов развития ипотечной секьюритизации в России, не вызывает сомнений.

Рассматривая развитие процессов секьюритизации, автор совершенно справедливо акцентирует свое внимание на исследовании инфраструктуры

рынка ипотечной секьюритизации, создание которой обеспечивает комплексное решение всех вопросов функционирования данного сегмента финансового рынка, начиная от организационного построения, определения роли каждого участника процесса секьюритизации и их взаимодействия до количественной оценки рисков секьюритизации.

Исходя из этого, автор последовательно решает комплекс взаимосвязанных задач, связанных с рассмотрением:

Во-первых, теоретических аспектов развития процесса секьюритизации в целом и ипотечного кредитования в частности. Это позволило автору в последующем определить основные направления совершенствования инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации и предложить меры по оптимизации взаимосвязей институтов инфраструктуры с целью повышения прозрачности рынка и доступности процесса секьюритизации, как для коммерческих банков, так и для участников рынка.

Во-вторых, прикладных вопросов по оценке рисков, присущих процессу секьюритизации. При этом автор правильно отмечает, что процесс секьюритизации ведет к передаче риска от банка-организатора сделки секьюритизации к инвесторам, приобретающим ипотечные ценные бумаги. Исходя из этого, автор предлагает комплекс мероприятий по выявлению данных рисков на ранних стадиях их возникновения. Важнейшим элементом предлагаемой системы является постоянный мониторинг и оценка стоимости объектов недвижимости, являющихся залогом при выпуске секьюритизированных ценных бумаг.

В настоящее время российский рынок ипотечной секьюритизации остается местом сосредоточения узкого круга инвесторов и эмитентов. При этом очевиден рост интереса инвесторов, вызванный, в том числе избытком ликвидности и недостатком инвестиционных инструментов на финансовом рынке на фоне общего смягчения денежно-кредитной политики. В то же время рост предложения, очевидно, ниже во многом именно по причине неразвитости инфраструктуры рынка. Современное состояние

инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации характеризуется высокой стоимостью услуг для организаторов, дублированием функций между собой и неспособностью эффективно перераспределять риски участников.

Названные причины обоснованно подтверждают актуальность темы исследования Потомовой С.А., а возрастающая роль российского финансового рынка обуславливает объективную потребность повышения эффективности и адаптивности инфраструктуры ипотечной секьюритизации.

Новизна полученных результатов и выводов.

Научная новизна разработанных автором положений заключается в теоретическом обосновании создания институциональной среды для развития рынка ипотечной секьюритизации, организационного построения инфраструктуры рынка секьюритизации и развитии взаимоотношений между субъектами инфраструктуры, расширении их функциональности с целью снижения рисков и повышения эффективности процесса секьюритизации. К основным результатам исследования, относящимся к элементам научной новизны, полученным лично автором и выносимым на защиту, относятся:

- развит теоретический аппарат финансово-кредитной сферы посредством представления авторской трактовки понятий «ипотечное кредитование», наиболее точно отражающее его особенную двойственную сущность (с. 17), и «инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации», раскрывающее ее современный функционал и роль в деятельности рынка ипотечной секьюритизации (с. 30);

- определены и систематизированы в зависимости от воздействующих факторов риски развития инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации (с. 41), что позволило выявить взаимосвязи между методами риск-менеджмента и определить их влияние на деятельность институтов инфраструктуры в процессе снижения рисков секьюритизации ипотечных активов;

- разработана и апробирована авторская методика оценки кредитного риска ипотечных ценных бумаг (с. 107), позволяющая вести постоянный мониторинг уровня риска и учитывающая волатильность рыночной стоимости заложенной недвижимости;

- на основе анализа современного состояния рынка ипотечной секьюритизации разработана концептуальная модель развития институциональной инфраструктуры рынка (с. 113-115), в основу которой заложены принципы цифровизации, специализации и универсализации;

- предложены основные направления развития инфраструктуры российского рынка ипотечной секьюритизации (с. 115-118) и обоснованы практические рекомендации по модернизации ключевых институтов инфраструктуры (с. 120-123) в целях развития рынка ипотечной секьюритизации в России.

Диссертационная работа Потомовой С.А. является законченным и целостным научным исследованием. Выводы базируются на современных отечественных и зарубежных исследованиях, актуальных статистических данных российских и международных организаций. Все результаты и рекомендации, получены лично автором и являются оригинальными.

Апробация работы и публикации.

Результаты исследования докладывались на научных мероприятиях в РЭУ им. Г.В. Плеханова, МГУ им. Ломоносова, Дальневосточном федеральном университете, Волгоградском государственном университете и других организациях.

Основные положения диссертационного исследования отражены в 18 работах, в том числе 5 статьях в журналах из Перечня рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертации на соискание ученой степени кандидата наук, а также 2 статьи в журналах, индексируемых в наукометрической базе данных Web of Science.

Обоснованность научных положений и выводов, сформулированных в диссертации

Диссертационное исследование основано на изучении значительного объема научной литературы, в том числе работ ведущих зарубежных и отечественных экономистов в области финансового рынка, теории и практики финансов и кредитного рынка.

Полученные автором выводы и результаты состоятельны, логичны, подкреплены необходимыми расчетами, рекомендации обоснованы и носят конкретный и целостный характер.

Соответствие содержания диссертации автореферату и указанной специальности

Автореферат диссертационного исследования в полной мере раскрывает содержание полученных в диссертации выводов и результатов.

Содержание диссертационной работы соответствует п. 9.3 «Развитие инфраструктуры кредитных отношений современных кредитных инструментов, форм и методов кредитования»; п. 10.16 «Система мониторинга и прогнозирования банковских рисков»; п. 10.20 «Финансовое обеспечение банковской деятельности. Долевое и долговое финансирование банковской деятельности» Паспорта Высшей аттестационной комиссии Российской Федерации по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

Значимость результатов для науки, участников рынка и регулятора

Теоретическая значимость диссертационного исследования заключается в приращении научных знаний в области теории кредитного рынка, в частности аргументации понятия инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, определении особенностей ее становления и выявлении современных факторов и рисков ее деятельности.

Практическая значимость определяется возможностью применения институтами инфраструктуры методики оценки кредитного риска ипотечных

ценных бумаг. Результаты исследования могут быть использованы Банком России и Министерством экономического развития Российской Федерации для разработки единой концепции развития финансового рынка, в том числе первичного и вторичного рынков ипотечного кредитования.

Результаты диссертационного исследования Потомовой С.А. имеют безусловную практическую и теоретическую значимость, что подтверждается справками о внедрении результатов в деятельность ПАО Сбербанк России и учебный процесс РЭУ им. Г.В. Плеханова и Волгоградского института управления – филиала РАНХиГС.

Замечания по диссертационной работе

Положительно оценивая диссертационную работу Потомовой С.А., необходимо высказать некоторые замечания, отметить дискуссионные положения и выводы, требующие пояснения или дальнейшего развития:

1. В диссертации достаточно подробно раскрыта модель оценки кредитного риска ипотечных ценных бумаг, проведен глубокий анализ факторов, влияющих на рыночную стоимость заложенной недвижимости (с. 100-107). Вместе с тем автором не раскрыты, какие действия должен предпринять регулятор и другие участники процесса секьюритизации при снижении рыночной стоимости заложенного имущества, при которой стоимость залога становится меньше величины обязательств по ипотечным облигациям, выпущенных SPV и приобретенных инвесторами. Без конкретизации порядка действий субъектов, принимающих участие в сделках по секьюритизации, кредитный риск заемщика и банка-оригинатора переносится на владельцев ипотечных облигаций, которые не имеют возможности управлять этим риском. В результате предложенная автором методика оценки кредитного риска, имеющая научную значимость, становится мало пригодной для практического использования.

2. В представленной работе недостаточное внимание уделено вопросам повышения кредитного качества ипотечных облигаций, выпускаемых SPV под залог недвижимости, путем страхования денежных потоков,

поступающих от заемщиков. Также следовало бы более полно рассмотреть использование механизма присвоения кредитного рейтинга ипотечным облигациям. Повышение кредитного качества этих облигаций будет способствовать снижению стоимости фондирования для коммерческих банков.

3. В таблице 3.3 на с.126-127 диссертации автором указаны коэффициенты значимости для оценки эффективности деятельности инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации по 8 критериям эффективности. Однако, во-первых недостаточно четко обоснованы значения приведенных коэффициентов, во-вторых, автор не представил алгоритм применения данной системы оценки эффективности, кто будет проводить, на каком этапе, какие управленческие решения будут приниматься по результатам оценки.

4. При проведении эмпирического исследования вероятности дефолта выпуска ценных бумаг, обеспеченного ипотечными активами, и выявления факторов, оказывающих наибольшее влияние, автор использует два набора данных. В результате на с. 88 автор приводит 2 корреляционных уравнения для определения дефолтных кредитов в анализируемых пулах заемщиков. К сожалению, в работе отсутствуют сведения о проверке качества регрессии на мультиколлинеарность и гетероскедастичность, что не позволяет однозначно оценить параметры исходной модели и разделить вклады регрессоров в выходную переменную.

Несмотря на указанные замечания, диссертационная работа вносит вклад в развитие теории финансово-кредитного рынка и улучшает практику деятельности инфраструктуры российского рынка ипотечной секьюритизации.

Вывод.

Диссертационное исследование Потомовой С.А. на тему «Развитие инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации» представляет собой самостоятельную и завершенную работу. В

исследовании представлено решение актуальных проблем инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, материал работы изложен последовательно, все выводы обладают высокой степенью достоверности и обоснованности. Работа характеризуется научной новизной, теоретической, практической значимостью и имеет потенциал к использованию результатов и выводов.

Диссертационная работа удовлетворяет требованиям Положения о присуждении учёных степеней, утверждённого постановлением Правительства РФ от 24 сентября 2013 г. № 842, предъявляемым к диссертациям на соискание учёной степени кандидата наук, а её автор Потомова Софья Александровна заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Отзыв подготовлен доктором экономических наук, профессором Берзоном Николаем Иосифовичем.

Отзыв рассмотрен и одобрен на заседании Базовой кафедры инфраструктуры финансовых рынков федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», протокол № 1 от 12 января 2021 года.

Научный руководитель
Базовой кафедры инфраструктуры
финансовых рынков
ФГАОУ ВО «Национальный
исследовательский университет
«Высшая школа экономики»
д.э.н., профессор



сифович

Подпись заверя

А ПО РАБОТЕ
И СПЕЦИАЛИСТАМИ
АЛА НИУ ВШЭ
Ю,

Сведения о ведущей организации: Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» (НИУ ВШЭ).

Адрес: 101000 г. Москва, ул. Мясницкая, 20.

Тел.: (495) 771-32-32

Электронная почта: hse@hse.ru

Сайт: <http://www.hse.ru>

Дата *21 января 2021 г.*