

*В диссертационный совет Д 212.196.02
на базе ФГБОУ ВО «Российский
экономический университет им.
Г.В. Плеханова»,
г. Москва, Стремянный пер., д. 36*

ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА

**на диссертационную работу Омрана Шади на тему «Оценка
эффективности и волатильности фондового рынка в Российской
Федерации», представленную на соискание учёной степени
кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 –
Финансы, денежное обращение и кредит**

Актуальность темы. Диссертация Омрана Шади «Оценка эффективности и волатильности фондового рынка в Российской Федерации» посвящена исследованию долгосрочной эффективности фондового рынка на примере биржевого рынка акций и облигаций. Целью диссертационного исследования является развитие теоретического и прикладного инструментария гипотезы эффективного рынка для оценки эффективности и волатильности рынков акций и облигаций в Российской Федерации, подготовка рекомендаций по ключевым направлениям повышения их информационной эффективности, разработка результативных стратегий инвестирования на российском фондовом рынке.

В настоящее время активно переосмысляются накопленные результаты применения обширного инструментария тестирования гипотезы эффективного рынка на различных временных периодах и по большому перечню стран. Подтверждается отсутствие универсального подхода к оценке слабой формы эффективности фондового рынка.

Для формирующихся рынков свойственны: нерегулярность тестирования, предположение о том, что установленное на коротких горизонтах состояние эффективности остается стабильным на длительном промежутке времени; сосредоточенность на рынке акций, часто на узкой группе эмитентов; сложности с применением классических методов теории эффективного рынка из-за наличия ценовых аномалий, изменчивости структурных, микроструктурных и макроэкономических характеристик. Все это снижает сопоставимость полученных результатов, ведет к их противоречивости. Фундаментальные исследования информационной эффективности российского рынка представлены единичными работами в разные временные периоды.

За последние 5 лет гипотеза эффективного рынка применялась для исследования различных аспектов функционирования рынка ценных бумаг, наиболее популярные - временные эффекты, формирование эффективных портфелей, эволюция финансовых взаимодействий. Последнее объединяет гипотезу эффективного рынка с моделями рыночного поведения. Поднимается вопрос о влиянии различий в информированности инвесторов на уровень цен.

В этом отношении интерес представляет каждый авторский подход, адаптирующий для России инструментарий гипотезы эффективного рынка, дающий оценку современного состояния информационной эффективности, ее эволюции. Это актуально для выявления изменений в фундаментальных характеристиках рынка в динамике. Практический интерес представляет применение гипотезы эффективного рынка для подтверждения факта предсказуемости рыночных цен. Эмпирическое доказательство неэффективности какого-либо сегмента рынка способно привлечь на него дополнительных инвесторов, заинтересованных в повышении доходности.

Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, можно оценить как достаточную:

1) Обоснованность научных положений, выводов, сформулированных в первой (теоретической) части исследования, подтверждается следующим:

- Анализ ценовых аномалий проводился с учетом предшествующих исследований на российском финансовом рынке за большой период времени. Такой подход оправдан ввиду того, что: ценовые аномалии неустойчивы и могут значительно видоизменяться во времени; большая часть аномалий на формирующихся рынках носит временный характер. Они усиливаются в периоды влияния внешних факторов. Состав и структура инвесторов на таких рынках способна к быстрому изменению, соответственно, меняются и поведенческие факторы, усиливающие аномалии вне связи с состоянием информационной эффективности;

- Сравнение теоретических аспектов оценки эффективности рынка акций и облигаций было реализовано методом переноса разработанных основоположником гипотезы эффективного рынка Юджином Фама составляющих эффективности рынка акций на рынок облигаций с учетом особенностей долговых инструментов;

- Обоснованность результатов теоретического исследования связи между эффективностью и волатильностью рынка, а также проблем ее измерения на формирующихся рынках поддержана факторным анализом волатильности российского фондового рынка за 1996-2020 гг.;

- Методологические основы оценки эффективности и волатильности фондового рынка рассмотрены на примере признанных научных исследований по проверке гипотезы эффективного рынка в странах с развитой и развивающейся экономикой.

2) Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных во второй (практической) части исследования подтверждается тем, что:

- Проведен количественный анализ ликвидности как фактора, влияющего на эффективность фондового рынка. Подтверждено доминирование низколиквидных акций и обосновано использование в оценке информационной эффективности рынка акций динамики фондового индекса. Для рынка облигаций проводился анализ динамики объема биржевых торгов за пятилетний период с предположением факторов, определяющих рост ликвидности на этом рынке;

- В условиях, когда применение различных методов тестирования влияет на результат оценки, оправдано последовательное использование нескольких методов, уточняющих предыдущий результат. Диссертант использует как непараметрические тесты (тест на нормальность распределения ценового ряда Харке-Бера), так и параметрические (расширенный тест Дики-Фулера, достоверно отвергающий предположение об отсутствии связи между прошлыми и будущими ценами). Установлен факт отсутствия слабой формы эффективности на рынке акций и облигаций, подтверждено наличие возможности получения прибылей выше рыночных, сохранение привлекательности российского фондового рынка для инвесторов;

Дополнительно проведена оценка волатильности и степени неэффективности рынка с помощью модели авторегрессионной условной гетероскедастичности (ARCH) и ее обобщения в виде GARCH модели. Их совместное применение распространено среди исследователей и позволяет лучше учесть нестабильность рыночных условий. Оценка информационной эффективности рынка облигаций проводилась по индексам государственных и корпоративных облигаций.

3) Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, в третьей (практической) части исследования, подтверждается по следующим научным положениям, результатам и выводам:

- Предложения по повышению прозрачности рынка традиционно соотнесены с системой раскрытия информации российскими компаниями, с противодействием инсайдерской информации и манипулированию рынка;

- Предложения по повышению емкости российского фондового рынка охватывают основные каналы ее повышения: со стороны

эмитентов и их первичных эмиссий, со стороны инвесторов и объемов инвестирования; со стороны технологий и организации торговли;

- Предложения по повышению ликвидности рынка связываются с усилением позитивного воздействия макроэкономических факторов;

- Для построения смарт-бета стратегии используются значимые рыночные факторы, выявленные на основе устойчивых зависимостей, существующих на фондовом рынке и влияющих на его эффективность.

Достоверность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации Омрана Шади подтверждается:

- Проведением теоретического анализа на основе признанных концепций и подходов гипотезы эффективного рынка, с обращением к массиву накопленных результатов теоретических и эмпирических исследований в мировой и российской практике;

- Формированием алгоритмов расчетов на базе полученных выводов теоретической части исследования; корректным применением традиционных методов эконометрического анализа с их адаптацией к особенностям российского рынка; использованием официальных данных Московской биржи, Банка России; применением признанного программного продукта для статистического анализа - EViews 10;

- Разработкой предложений по трем ключевым составляющим ликвидности – прозрачность, емкость, ликвидность с применением зарубежного опыта; эмпирическим доказательством улучшения инвестиционных результатов на российском фондовом рынке за счет применения смарт-бета стратегий.

Работа, представленная Омраном Шади, в целом, оригинальна и содержит новые подходы к решению задач. *Конкретно научная новизна заключается в следующем:*

- Предложена новая классификация ценовых аномалий фондового рынка: время возникновения, фундаментальные факторы и поведение инвесторов, которая в целом, позволяет охватить основные их вариации на формирующихся рынках (календарные, ошибки в оценках перспектив роста компании; связанные с корпоративными событиями и другие);

- Построена система факторов макро- и микроуровня отдельно для акций и облигаций, влияющих на информационную эффективность фондового рынка (прозрачность, качество информации, инсайдерская торговля и манипулирование, ликвидность и емкость фондового рынка);

- Предложен авторский подход к исследованию эффективности рынков акций и облигаций на базе комплекса актуальных тестов и

моделей, который позволяет учитывать изменяющиеся во времени параметры волатильности;

- Обозначены отдельные, перспективные в будущем направления повышения эффективности российского фондового рынка, проверенные зарубежной практикой. Это - раскрытие системы политических жертвований в России и за рубежом (позволит повысить прозрачность взаимоотношений бизнеса и политиков, даст возможность акционерам лучше оценивать риски компаний), а также раскрытие российскими компаниями всей неконфиденциальной информации, связанной с ведением бизнеса за рубежом;

- Построена многофакторная смарт-бета стратегия инвестирования на российском фондовом рынке с использованием ETF – активов, позволяющая снизить риск и оптимизировать доходность инвестиций.

Вместе с тем к содержанию работы прилагается блок замечаний, требующих отдельных комментариев автора:

1) Категориальный аппарат недостаточно проработан:

- Не введена единая система ключевых определений, так как они применяются в диссертации. Без этого дополнительных пояснений требует ряд утверждения диссертанта, например: «присутствие на рынке институциональных инвесторов противоречит представлениям Фрэнсиса Блэка об эффективности рынка» (с. 26), «это означает, что высокодоходные облигации более ликвидны, чем облигации инвестиционного уровня» (с. 31);

- Используются собственные определения с «переводными корнями», не закрепившиеся в научной литературе: «интуиция сильной эффективности», «ненормальная прибыль», «уверенные компании», «сила рынка», «среднеликвидные акции», «улучшенное ценообразование», «поздние экономические циклы», «рыночный цикл», «качественные акции», «импульсные акции», «система предельных цен» и др. О значении этих понятий приходится догадываться интуитивно;

2) Недостаточно глубоко проанализированы факторы эффективности российского фондового рынка:

- Разнесение факторов информационной эффективности рынка между акциями и облигациями требует дополнительного обоснования (рис. 1.3, с. 32). На биржевом рынке вопрос издержек, налогов, финансовых технологий в равной степени актуальны и для акций, и для облигаций. Не учитываются изменения в налоговом законодательстве относительно рынка облигаций, вступившие в силу с 2021 г.;

- Из состава факторов эффективности рассмотрены только три базовых: «прозрачность, ликвидность и емкость фондового рынка».

Возникает вопрос о влиянии на эффективность структурных характеристик рынка, зависимости от внешних инвесторов, подверженности спекуляциям, высоких регулятивных издержек;

- Пояснения требуют разные подходы к эмпирическому анализу ликвидности биржевого рынка акций и облигаций. Для рынка акций – количественный кластерный анализ по критериям ликвидности по всем инструментам, а также соотношение торговых издержек и торговой активности. Для рынка облигаций – динамика объемов выпуска и объемов торговли, структура спроса на облигации по видам инвесторов.

3) Недостаточное развитие получили результаты применения авторской методики оценки эффективности фондового рынка Российской Федерации:

- Интересным было бы сравнение полученных результатов применения тестов и моделей эффективности в деталях на рынке акций и облигаций, тем более что автор указывает на отличия в составляющих ликвидности на этих рынках (раздел 1.2, рис. 1.3, а также раздел 2.1);

- Достоверность результатов применения авторской модели оценки эффективности на российском фондовом рынке могла бы быть повышена за счет ее тестирования на разных по продолжительности периодах, в том числе внутри 2013-2019 гг., тем более, что диссертантом не дано четкого ответа на анонсированный вопрос о развитии эффективности российского фондового рынка с течением времени.

4) В предлагаемой автором системе мере по повышению эффективности российского фондового рынка не хватает практической составляющей их реализации (разделы 3.1 и 3.2):

- На с. 84-90 приводится утверждение о том, что «устойчивая макроэкономическая стабильность является одним из важнейших факторов повышения эффективности фондового рынка» без перечисления конкретных шагов повышения стабильности. В контексте данного утверждения требует пояснения вывод о том, что «волатильность финансовых факторов, таких как процентные ставки и обменные курсы, стимулирует развитие ряда финансовых продуктов» (с. 85:);

- В предложениях по повышению прозрачности фондового рынка (с. 90 – 96) не учтено Положение Банка России от 27.03.2020 № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», которое вступает в силу с 01.10.2021 и вносит существенные коррективы в периодичность и объемы раскрытия информации российскими эмитентами.

В части противодействию манипулирования и инсайдерской торговли не рассмотрена существующая возможность отзыва лицензии для организаций. Надо пояснить позицию автора в этой связи;

- Предложения по повышению емкости и ликвидности рынка содержат указание на внедрение финансовых технологий (FinTech). Важна большая конкретика по перспективным направлениям реализации данных технологий на российском рынке.

5) Отмечается несогласованность временных интервалов:

- Рассматривается период 2013 – 2019 гг. при этом данные по отдельным параметрам рынка представлены за разные периоды. Данные по капитализации - за 2017-2018 гг. (с. 50), объем выпущенных долговых ценных бумаг (рис. 2.3, с. 55) – за 2013 – середину 2018 г., по количеству российских эмитентов - за 2013-2017 гг. (табл. 3.3, с. 98-99);

- Приводятся прогнозные данные, которые к настоящему моменту уже стали фактом. Например, «параметры базового сценария прогноза Банка России: ВВП снизится на 4–6 % в 2020 году» (с. 89).

6) В работе допускается несистемное изложение результатов исследования:

- Не хватает связок-переходов между разделами. Встречаются указания на продолжение рассуждения, которое при этом выше отсутствует. Например, с. 85, с. 89, с. 108, с. 112, с. 114, с. 119, с. 120;

- Встречаются логические, синтаксические ошибки, опечатки: возникает цель использования технического анализа (с. 59), утверждается эффективность российского рынка облигаций в слабой форме (с. 108); отмечаются перевернутые причинно-следственные связи: «падение ставок на внутреннем долговом рынке приводит к текущей тенденции снижения ключевой процентной ставки на внутреннем рынке» (с. 56).

По итогам следует принять во внимание, что для диссертанта русский язык не является родным. В устном обсуждении он демонстрирует высокую эрудицию, способность аргументированно излагать свою точку зрения. Автором проведена большая работа.

Как перспективное направление развития ее результатов можно указать на синергию гипотезы эффективного рынка с моделями рыночного поведения инвесторов для учета влияния на эффективность российского рынка различий в их информированности и поведении, в исследовании вопроса о влиянии на эффективность массового прихода на рынок неквалифицированных инвесторов – физических лиц.

В целом диссертация Омрана Шади представляет собой законченное исследование, обладающее научной новизной, теоретической и практической значимостью. Высказанные выше замечания не влияют на общую оценку качества представленного диссертационного исследования.

Диссертационная работа соответствует требованиям п. 9 «Положения о присуждении учёных степеней» (утв. постановлением Правительства РФ от 24 сентября 2013 № 842), предъявляемым к диссертациям на соискание учёной степени кандидата наук, а её автор Омран Шади заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Старший научный сотрудник,

к.э.н., доцент



Т. В. Жукова

Жукова Татьяна Васильевна,

кандидат экономических наук, доцент

Федеральное государственное бюджетное научное учреждение
«Национальный исследовательский институт мировой экономики и
международных отношений им. Е.М. Примакова Российская академия
наук», Старший научный сотрудник,

адрес места работы: ул. Профсоюзная, д. 23

рабочий тел. 8(499)-120-45-72

e-mail: ttanya2001@gmail.com

Дата: 26.03.2021

