

В диссертационный совет Д 212.196.02 на базе Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова». 117997, 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 ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Актуальность темы исследования.

Совершенствование теории ценообразования на рынке капитала имеет все шансы быть актуальным до тех пор, пока существует сам рынок капитала. При этом важным, конечно же, является развитие тех парадигм, которые завоевали известный авторитет среди исследователей. В этой связи изучение российского фондового рынка в парадигме гипотезы эффективных рынков (ЕМН) — весьма актуальная задача. Несмотря на то, что исследования в этом направлении периодически появляются в отечественной литературе, их результаты свидетельствуют об известной дискуссионности проблемы оценки российского фондового рынка с позиций ЕМН. Более того, структурные изменения, затрагивающие многие развивающиеся рынки, в том числе российский, повышают востребованность осуществления новых

попыток отследить базовые закономерности формирования цен на них как с позиций теории, так и с позиций практики. В контексте практики укажем, что именно понимание работы рынка дает основания разрабатывать какие-либо стратегии инвестирования. Итак, еще раз подытожим, что, учитывая, что в отношении российского фондового рынка методологические и эмпирические аспекты вопросов ценообразования недостаточно проработаны, тема диссертации Омран Шади актуальна и востребована как для развития теории фондового рынка, так и для разработки инвестиционных стратегий.

Структура представленной работы и ее содержание соответствуют и отвечают требованиям раскрытия заявленной диссертантом темы. Автором определены объект, предмет, цель и задачи исследования, каждая из которых решается в процессе выполнения диссертационной работы. Это позволило диссертанту сделать научно обоснованные выводы относительно эффективности и волатильности российского фондового рынка, сделать выводы относительно использования смарт-бета стратегий инвестирования на российском фондовом рынке.

Достоверность и степень обоснованности результатов диссертации.

Достоверность и обоснованность выводов и рекомендаций, содержащихся в диссертации Омрана Ш., вытекают из нескольких соображений. В первую очередь, это отражение и полагание на имеющиеся достижения зарубежных и российских авторов в развиваемом автором направлении исследования, накопленные за последние более чем 60 лет. Соответствующая теоретическая проработка проблемы определила выстраивание адекватной методологической базы исследования, необходимой для осуществления расчетов и формирования собственных авторских методик анализа эффективности и волатильности фондового рынка. На основе выводов из детально изученной информации из различных источников, а также результатов собственных исследований автор диссертационной работы выдвигает положения, которые характеризуются

научной новизной в изучении поставленных вопросов. Автор формулирует подход к анализу информационной эффективности российского фондового рынка как в сегменте рынка акций, так и в сегменте рынка облигаций.

Кроме того, достоверность результатов и выводов, полученных диссертантом, следует из релевантности источников статистической информации. В качестве таких источников в эмпирической части своего исследования автор использует признанные в финансовой среде ресурсы Thomson One, Rusbonds, CBonds, Interfax e-Disclosure и другие. При проведении регрессионного анализа автор применяет отвечающие заявленным задачам методики тестирования качества эмпирических моделей. В развитие инструментов количественной оценки рыночной эффективности автором предложена методика комплексной оценки эконометрических моделей, включающая проверку нормальности распределения, авторегрессионный процесс (тест Дики — Фуллера), авторегрессионную условную гетероскедастичность ARCH, обобщенную модель авторегрессионной условной гетероскедастичности GARCH.

Основные результаты и выводы представленной диссертационной работы апробированы в 8 научных статьях, из которых 4 публикации размещены в журналах из перечня рецензируемых научных изданий, рекомендованных ВАК, и 1 научная статья — в журнале, индексируемом Scopus.

Положения, выносимые на защиту, нашли отражение в соответствующих параграфах и взаимосвязаны с целью, предметом и задачами исследования. Построение диссертационного материала подчинено внутренней логике, которая позволила автору последовательно решить поставленные задачи.

В главе 1 проведен анализ теоретических аспектов исследования закономерностей ценообразования на фондовом рынке в рамках концепции информационной эффективности, предложено определение и классификации аномалий как признака неэффективности фондового рынка. В этой же главе

работы рассматриваются методики оценки эффективности и волатильности фондового рынка (стр. 38—44).

Глава 2 посвящена эмпирическому исследованию эффективности и волатильности рынков акций и облигаций в России в период 2013 — 2019 гг. Автор обосновано положение о том, что низкая ликвидность является доминирующей чертой российского рынка акций (стр. 86). Результаты проведенного анализа говорят о том, что российский рынок акций и облигаций неэффективен в том смысле, что он не отвечает критериям эффективности даже в слабой форме, показывая высокую волатильность и отсутствие стабильного тренда (стр. 63, 72, 73, 76). Помимо этого, в указанной главе систематизируются факторы, влияющие на эффективность рынков акций и облигаций (стр. 45—55).

Особый интерес представляет глава 3, где рассматриваются основные направления повышения эффективности фондового рынка в Российской Федерации. Автор показал, как повышение прозрачности (стр. 87—92), емкости (стр. 93—95), ликвидности (стр. 98—103) могут способствовать увеличению информационной эффективности рыночных процессов. Особое внимание автор уделяет изучению опыта других стран в предотвращении манипулировании ценами на фондовом рынке и предлагает способы повышения действенности борьбы с ценовыми манипуляциями и злоупотреблением инсайдерской информацией в России.

В разделе работы, ориентированном на поиск выводов, применимых в работе инвестиционного сообщества, автор предложил реализовать смарт-бета стратегии. Автор определяет преимущества данных стратегий в сравнении со стратегией активного управления портфелем и традиционным индексным инвестированием (стр. 106). Диссертант определил и проанализировал факторы успеха смарт-бета стратегий, а также разработал алгоритм анализа их эффективности (стр. 107—109). В работе содержится вывод о вероятном опережающем развитии данных стратегий инвестирования в интересах ETF-индустрии.

Научная новизна проведенного исследования, результатов и выводов диссертационной работы.

Диссертационная работа Омрана Ш. содержит научную новизну, в частности, автором:

– определены факторы, влияющие на эффективность рынка акций и, особо подчеркну, на эффективность рынка облигаций, что позволило наметить направления повышения эффективности российского фондового рынка;

– разработана двухэтапная методика оценка эффективности и волатильности фондового рынка России, с использованием эконометрических техник, в том числе теста проверки на стационарность временного ряда Дики — Фуллера, моделей ARCH и GARCH; использование данной методики подтвердили результаты, состоящие в том, что российский фондовый рынок не соответствует критериям эффективного даже в слабой форме, что согласуется с результатами подобных исследований;

– показана перспективность применения смарт-бета стратегий на российском фондовом рынке; предложен алгоритм, призванный выявить реальную эффективность данных стратегий.

Замечания по диссертационной работе.

Диссертационное исследование Омрана Ш., затрагивающее дискуссионные вопросы теории и практики финансовых рынков, не свободно от недостатков. Остановлюсь на следующих:

– автор формулирует и решает задачу «дополнить классификацию аномалий» на фондовом рынке, однако в последующем не проясняет, к какой категории из предложенной классификации относятся те аномалии, которые он выявляет применительно к российскому рынку акций и облигаций; в связи с этим возникает вопрос, насколько приложима (востребована) предложенная классификация;

– некоторая неясность возникает, по нашему мнению, в связи с использованием автором терминов «эффективный рынок» и «неэффективный рынок». Три формы эффективности, предложенные Ю. Фама, традиционно используются именно как формы эффективности. Таким образом, терминологический оборот «неэффективный рынок в слабой форме» вызывает путаницу, так как не означает новой теоретической конструкции, а используется лишь для того, чтобы указать на признаки отсутствия эффективности анализируемого рынка даже в слабой форме;

– автор определяет совокупность тестов, на основании которых проверяется статистическая гипотеза об эффективности российского рынка акций и облигаций в слабой форме; в качестве недостатка отметим, что автор не показывает, в чем состоят преимущества (если они имеются) предложенной им последовательности процедур в сравнении с другими возможными техниками оценки эффективности рынка (например, непараметрическими методами, о которых автор сообщает в главе 1);

– видится интересным комбинация в задачах единого исследования изучения феноменов и признаков информационной эффективности и волатильности. Однако, к сожалению, мной не было замечено, что автор показал, существует ли в действительности фундаментальная связь, например, между высокой волатильностью (т.е. высоким риском) и низкой информационной эффективностью фондового рынка, для чего, очевидно требовалось бы изучение эмпирического материала одновременно множества фондовых рынков.

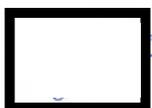
Выводы.

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

Диссертационная работа соответствует требованиям п. 9 Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации от 24.09.2013 № 842, предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата наук, а ее автор Омран Шади заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Официальный оппонент –

Профессор Департамента банковского дела и
финансовых рынков Финансового факультета,
научный сотрудник Научно-исследовательского
центра денежно-кредитных отношений
ФГБОУ ВО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»,
доктор экономических наук, доцент



Криничанский

Константин Владимирович

125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д. 49

Телефон: +7(963)082-7790.

Электронный адрес: kkrin@fa.ru

