

ЗАКЛЮЧЕНИЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО СОВЕТА 24.2.372.04,
СОЗДАННОГО НА БАЗЕ ФЕДЕРАЛЬНОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО
БЮДЖЕТНОГО ОБРАЗОВАТЕЛЬНОГО УЧРЕЖДЕНИЯ ВЫСШЕГО
ОБРАЗОВАНИЯ «РОССИЙСКИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
ИМЕНИ Г.В. ПЛЕХАНОВА» МИНИСТЕРСТВА НАУКИ И ВЫСШЕГО
ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ, ПО ДИССЕРТАЦИИ НА
СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ КАНДИДАТА НАУК

аттестационное дело № _____
решение диссертационного совета от 19 ноября 2024 г. № 16

О присуждении Толкачёву Ивану Сергеевичу, гражданину
Российской Федерации, ученой степени кандидата экономических наук.

Диссертация «Совмещение фундаментального анализа и
модифицированной оптимизации для формирования портфеля российских
акций» по специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки) принята к
защите 18 сентября 2024 г. (протокол заседания № 12) диссертационным
советом 24.2.372.04, созданным на базе федерального государственного
бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский
экономический университет имени Г.В. Плеханова» Министерства науки и
высшего образования Российской Федерации, 115054, г. Москва, Стремянный
пер., д. 36; диссертационный совет создан приказом Минобрнауки России
№ 592/нк от 02.06.2022.

Соискатель Толкачёв Иван Сергеевич, 27 апреля 1996 года рождения, в
2020 году с отличием окончил федеральное государственное бюджетное
образовательное учреждение высшего образования «Российский
экономический университет имени Г.В. Плеханова» по направлению 38.04.08
Финансы и кредит с присвоением квалификации Магистр. Диплом № 107718
1151951, регистрационный номер 260, выдан 6 августа 2020 года.

В 2023 году соискатель окончил очную аспирантуру федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» по направлению подготовки 38.06.01. Экономика с присвоением квалификации «Исследователь. Преподаватель-исследователь». Кандидатские экзамены сданы в период обучения в аспирантуре. Диплом об окончании аспирантуры № 107734 0152086, регистрационный номер 58, дата выдачи: 27 октября 2023 г.

Толкачёв Иван Сергеевич работает в должности ведущего специалиста Федерального методического центра финансовой грамотности населения в федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» Министерства науки и высшего образования Российской Федерации.

Диссертация выполнена на кафедре мировых финансовых рынков и финтехта в федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» Министерства науки и высшего образования Российской Федерации.

Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор Галанов Владимир Александрович, федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», кафедра мировых финансовых рынков и финтехта, профессор.

Официальные оппоненты:

Семернина Юлия Вячеславовна, доктор экономических наук, доцент, федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Саратовский государственный технический университет имени Гагарина Ю.А.», кафедра «Финансы и банковское дело»,

профессор;

Восканян Роза Оганесовна, кандидат экономических наук, доцент, федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», кафедра финансового и инвестиционного менеджмента, доцент, дали положительные отзывы на диссертацию.

Ведущая организация – федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского», г. Нижний Новгород, в своём положительном отзыве, подписанном Яшиной Надеждой Игоревной, доктором экономических наук, профессором, заведующим кафедрой финансов и кредита Института экономики, и утверждённом Грязновым Михаилом Юрьевичем, кандидатом физико-математических наук, проректором по науке и инновациям, указала, что диссертационная работа Толкачёва Ивана Сергеевича на тему «Совмещение фундаментального анализа и модифицированной оптимизации для формирования портфеля российских акций» является завершённой научной работой, обладающей научной новизной, теоретической и практической значимостью. Работа соответствует пунктам паспорта научной специальности 5.2.4 Финансы (7; 22). Автореферат и опубликованные работы по теме диссертации отражают основное содержание исследования. Таким образом, диссертация соответствует требованиям п. 9 Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842, предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата наук, а её автор, Толкачёв Иван Сергеевич, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 – Финансы (экономические науки).

Соискатель имеет 15 опубликованных научных работ, в том числе по теме диссертации опубликовано 15 работ общим объёмом 8,96 печ. л. (из них

авторских – 5,74 печ. л.), из них в рецензируемых научных изданиях опубликовано 7 работ общим объемом 4,41 печ. л. (из них авторских – 3,6 печ. л.) и 2 статьи общим объемом 2,4 печ. л. (из них авторских – 0,72 печ. л.) в журналах, индексируемых в Международной базе данных SCOPUS.

Научные работы соискателя посвящены решению проблем российского рынка акций и факторам, оказывающим влияние на возможность и эффективность использования инвестиционных стратегий; особенностям использования портфельной оптимизации в условиях российского рынка акций; применению показателей фундаментального анализа при формировании инвестиционного портфеля на рынке акций; совмещению портфельной оптимизации и фундаментального анализа.

Наиболее значимые научные работы по теме диссертации.

Статьи в рецензируемых научных изданиях:

1. Толкачёв, И. С. Пути совершенствования портфеля российских акций в 2023 году: возможности диверсификации и оптимизации / И. С. Толкачёв. – Текст : электронный // Russian Economic Bulletin. – 2023. – Т. 6, № 3. – С. 343-348. – ISSN: 2658-5286. – URL: <https://dgpjournals.ru/archives/category/publications/2023-g/tom-6-3>(дата публикации 23.04.2023). – 0,47 печ. л.

2. Толкачёв, И. С. Специфика портфельного инвестирования на российском фондовом рынке в 2023 г. / И. С. Толкачёв. – Текст : непосредственный // Экономика устойчивого развития. – 2023. – № 1 (53). – С. 91-94. – ISSN: 2079-9136. – 0,49 печ. л.

3. Толкачев, И. С. Влияние санкций на возможность применения инвестиционных стратегий на российском фондовом рынке / И. С. Толкачев. – Текст : электронный // Научные исследования и разработки. Экономика фирмы. – 2022. – Т. 11, № 3. – С. 38-45. – ISSN: 2587-6287. – URL: <https://doi.org/10.12737/2306-627X-2022-11-3-38-45> (дата публикации 30.09.2022). – 0,69 печ. л.

4. Толкачёв, И. С. Инвестирование в новых реалиях российского рынка

акций: возможности совмещения фундаментального анализа и портфельной оптимизации / И. С. Толкачёв. – Текст : непосредственный // Экономика устойчивого развития. – 2023. – № 4(56). – С. 259-263. – ISSN: 2079-9136. – 0,62 печ. л.

5. Толкачёв, И. С. Фундаментальный анализ и портфельная оптимизация на российском рынке акций: ключевые факторы, виды инвесторов, совместное использование / И. С. Толкачёв. – Текст : электронный // Российский экономический интернет-журнал. – 2023. – № 4. – ISSN: 2218-5402. – URL: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/91e/6iaognlfe2rwuy058uiiam5cb91cn91u.pdf> (дата публикации 01.10.2023). – 0,52 печ. л.

6. Котов, А. С. Исследование проблемы неравномерного распределения волатильности, риска, доходности на современном российском фондовом рынке / А. С. Котов, И. С. Толкачев. – Текст : электронный // Научные исследования и разработки. Экономика фирмы. – 2022. – Т. 11, № 1. – С. 23-34. – ISSN: 2587-6287. – DOI: <https://doi.org/10.12737/2306-627X-2022-11-1-23-34> (дата публикации 28.03.2022). – 0,84 печ. л. – 0,42 авт. печ. л.

7. Толкачев, И. С. Первичный анализ пригодности акций для включения в активную торговую стратегию / И. С. Толкачев, А. С. Котов. – Текст : электронный // Научные исследования и разработки. Экономика фирмы. – 2021. – Т. 10, № 4. – С. 80-89. – ISSN: 2587-6287. – DOI: <https://doi.org/10.12737/2306-627X-2021-10-4-80-89> (дата публикации 27.12.2021). – 0,78 печ. л. – 0,39 авт. печ. л.

Статьи в научных журналах, входящих в базу цитирования Scopus:

8. Kotov, A. S. Oscillator Strategies Application in Stock Movement Prediction on the Russian Financial Market: Efficiency Issues / A. S. Kotov, I. S. Tolkachev, D. G. Perepelitsa, E. A. Asyaeva, B. A. Tursunov. – Текст : непосредственный // Relacoes Internacionais no Mundo Atual. – 2022. – № 4 (37). – pp. 843-864. – ISSN: 2316-2880. – 1,18 печ. л. – 0,35 авт. печ. л.

9. Tolkachev, I. S. The Evaluation of Fundamental Methods Effectiveness

on the Russian Stock Market / I. S. Tolkachev, A. S. Kotov, D. G. Perepelitsa, E. A. Asyaeva, B. A. Tursunov. – Текст : непосредственный // Relacoes Internacionais no Mundo Atual. – 2022. – № 3 (36). – pp. 648-670 – ISSN: 2316-2880. – 1,22 печ. л. – 0,37 авт. печ. л.

Недостовверных сведений об опубликованных соискателем ученой степени работах, в которых изложены основные научные результаты диссертации, и заимствований материалов или отдельных результатов без указания источника, установлено не было. Перечень изданий соответствует научной специальности соискателя.

На диссертацию и автореферат поступило 5 положительных отзывов:

1. Из федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» от доктора экономических наук, профессора, профессора Международного центра управления цепями поставок Эльяшевича Ивана Павловича. Отзыв положительный. Замечание: к сожалению, в автореферате нет подробного описания особенностей российского рынка акций, оказывающих негативное влияние на применение фундаментального анализа и портфельной оптимизации, из-за чего сложно оценить влияние всех авторских модификаций на эффективность формируемых инвестиционных стратегий.

2. Из федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Государственный университет управления» от доктора экономических наук, профессора, заведующего кафедрой «Бухгалтерский учет, аудит и налогообложение» Карп Марины Викторовны. Отзыв положительный. Замечание: недостатком автореферата можно считать отсутствие описания того, как именно инвесторами учитываются факторы, приведённые в авторской системе показателей и факторов. Добавление такого описания позволило бы более комплексно оценить значимость предложенной автором системы и в полной мере раскрыть действия, предпринимаемые участниками рынка в ходе выбора акций для

включения в портфель.

3. Из федерального государственного бюджетного учреждения науки Центральный экономико-математический институт Российской академии наук от доктора экономических наук, профессора, главного научного сотрудника Брынцева Александра Николаевича. Отзыв положительный. Замечания: (1) Автор заявляет о существенном дисбалансе во внутриотраслевом распределении доходности и риска на российском рынке акций. Однако в автореферате приводятся результаты оценки только нефтегазовой отрасли, что не позволяет сделать аргументированный вывод о ситуации на всём российском рынке акций. (2) В работе приводится авторская классификация инвесторов на рынке акций, при этом не указываются уже существующие классификации, что не позволяет достаточно объективно оценить новизну предложений автора в данном вопросе.

4. Из федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова» от кандидата экономических наук, доцента, доцента кафедры управления организацией Семушкиной Светланы Рафаиловны. Отзыв положительный. Замечания: (1) В предложенной автором методике инвестор может самостоятельно выбирать предпочтительное для него соотношение доходности/риска, а также добавлять дополнительные отраслевые ограничения. В связи с этим не ясна целесообразность наличия трёх базовых портфелей, которые может выбрать инвестор. (2) В автореферате не указывается, какими отличительными характеристиками обладают зарубежные рынки акций?

5. Из акционерного общества «Центр исследований и разработок» от доктора экономических наук, директора Департамента программных продуктов Каталевского Дмитрия Юрьевича. Отзыв положительный. Замечание: В работе предложена авторская методика построения инвестиционного портфеля, указываются её ключевые особенности и пути применения. Описываются основные возможности методики и предпочтения

инвесторов, которые она учитывает. При этом в автореферате не приводится пример использования ряда элементов функционала методики, таких как предпочтение отдельных отраслей и эмитентов. Из-за этого нет возможности полностью оценить все возможности представленной автором методики формирования инвестиционного портфеля.

Выбор официальных оппонентов обосновывается их соответствием требованиям п. 22-23 Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842, и тем, что Семернина Юлия Вячеславовна, доктор экономических наук, доцент, федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Саратовский государственный технический университет имени Гагарина Ю.А.», кафедра «Финансы и банковское дело», профессор; Восканян Роза Оганесовна, кандидат экономических наук, доцент, федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», кафедра финансового и инвестиционного менеджмента, доцент, являются признанными экспертами как по данной научной специальности, так и по теме диссертации, что подтверждается, в том числе, их публикациями в рецензируемых научных изданиях.

Выбор ведущей организации обосновывается её соответствием п. 24 Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842, и тем, что федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского» имеет в штате научно-педагогических сотрудников, изучающих проблемы инвестирования на рынке акций и вопросы построения инвестиционного портфеля, способных оценить научную и практическую ценность диссертации.

Диссертационный совет отмечает, что на основании выполненных соискателем исследований:

— предложен критерий классификации инвесторов на рынке акций – их склонность к использованию фундаментального анализа и портфельной оптимизации, позволивший учесть предпочтения инвесторов в методике совмещения фундаментального анализа и портфельной оптимизации;

— на основе анализа применения портфельной оптимизации для формирования инвестиционного портфеля в условиях российского рынка акций установлены факторы, ограничивающие возможности использования портфельной оптимизации в классическом виде: межотраслевые и внутриотраслевые дисбалансы, высокая корреляция цен акций, отрицательная долгосрочная доходность акций многих эмитентов;

— определена совокупность факторов, одновременно влияющих на портфельную оптимизацию и фундаментальный анализ; предложена система показателей оценки акций, эмитентов и портфелей, используемых инвесторами при формировании портфеля на основе фундаментального анализа и портфельной оптимизации;

— разработана процедура первичного отбора акций, используемая в составе методики построения инвестиционного портфеля, упрощающая дальнейший отбор акций и позволяющая автоматизировать процесс формирования портфеля;

— на основе анализа применения показателей фундаментального анализа в условиях российского рынка акций предложен подход к отбору акций, основанный на фундаментальных показателях и системе балльной оценки, учитывающий эффективность показателей фундаментального анализа на российском рынке акций;

— разработана методика совмещения модифицированной оптимизации и фундаментального анализа, учитывающая предпочтения инвесторов к

составу и характеристикам инвестиционного портфеля и позволяющая сформировать инвестиционный портфель, имеющий более высокие инвестиционные характеристики за счёт максимизации положительных сторон обоих подходов.

Теоретическая значимость исследования обоснована тем, что:

— предложен авторский критерий классификации инвесторов – их склонность к использованию инструментов фундаментального анализа и портфельной оптимизации, что позволило определить основные требования к методике, рассчитанной на широкое применение, и выявить факторы и показатели, влияние которых является определяющим для отдельных участников рынка;

— определён перечень показателей, используемых для оценки влияния отдельных факторов на современном российском рынке акций и сформирована система их классификации;

— установлены основные факторы, способные ограничить возможность и эффективность использования портфельной оптимизации в классическом виде, предложены пути модификации оптимизации портфеля акций;

— разработана система отбора акций, основанная на показателях фундаментального анализа и системе балльной оценки, доказана совместимость полученной системы с методикой, объединяющей использование фундаментального анализа и портфельной оптимизации;

— разработана методика совмещения фундаментального анализа и портфельной оптимизации, позволяющая объединить и максимизировать преимущества обоих подходов при формировании инвестиционного портфеля на рынке акций.

Значение полученных соискателем результатов исследования для практики подтверждается тем, что:

— установлены показатели, которые имеют наибольшее значение при применении методов фундаментального анализа и портфельной оптимизации;

— предложена процедура первичного отбора, позволяющая исключить акции, не отвечающие инвестиционным требованиям и не способные объективно оцениваться на основе методов фундаментального анализа, что позволяет упростить процесс формирования инвестиционного портфеля, снизить риски и повысить эффективность методики отбора акций;

— предложены пути адаптации процесса оптимизации к условиям российского рынка акций, снижающим эффективность применения портфельной оптимизации в классическом виде;

— предложены рекомендации по использованию фундаментального анализа для отбора эмитентов на российском рынке акций, разработана система балльной оценки;

— предложена методика построения инвестиционного портфеля на российском рынке акций, учитывающая его особенности и адаптированная к ним за счёт совместного использования фундаментального анализа и модифицированной оптимизации.

Оценка достоверности результатов исследования выявила, что:

— в работе использованы общенаучные методы, включающие: синтез, анализ, классификацию, обобщение, сравнение, индукцию, систематизацию и прогнозирование, и специальные методы статистического анализа: индексный, табличный, графический, средних и относительных величин;

— использованные в работе статистические данные получены с официальных сайтов Московской биржи, Банка России и инвестиционной компании «Финам»;

— теоретические положения основаны на изучении научных исследований в области фондового рынка и инвестирования, критическом

анализе концепций формирования инвестиционного портфеля, исследовании опыта в области использования методов портфельной оптимизации и фундаментального анализа при отборе эмитентов и формировании структуры портфеля акций;

— результаты исследования подтверждены научными публикациями автора по теме исследования, апробированы на научных конференциях и в научно-исследовательских работах, а также внедрены в деятельность компаний.

Полученные автором научные результаты позволили в полной мере решить сформулированные задачи и достичь поставленной цели. Практическое использование предложенной автором методики совмещения фундаментального анализа и модифицированной оптимизации позволяет устранить ограничения, препятствующие эффективному совмещению стоимостного инвестирования и портфельной оптимизации в классическом виде, полученная методика построения портфеля сохраняет в себе положительные аспекты оптимизации и фундаментального анализа, а также способна минимизировать влияние факторов российского рынка акций, снижающих эффективность инвестирования при помощи этих подходов; в итоге у инвесторов появляется заинтересованность в российском рынке акций, что будет способствовать его росту и развитию.

Личный вклад автора состоит в непосредственном участии на всех этапах исследовательского процесса, включая разработку научной гипотезы; составление программы исследования; обоснование актуальности темы и анализ научной разработанности проблемы; постановку цели и задач; формирование теоретико-методологической основы и отбор информационной базы исследования; создание системы методов для получения основных результатов и выводов исследования; обоснование научной новизны; апробацию основных положений исследования в

практической деятельности; обработку и интерпретацию экспериментальных данных, их обсуждение в рамках научно-практических конференций и подготовку основных публикаций в рецензируемых научных изданиях по выполненной работе, а также в участии в научно-исследовательских работах по теме диссертации.

В ходе защиты диссертации были высказаны следующие критические замечания: необходимо дальнейшее уточнение авторского определения эффективности методики инвестирования; рекомендована проработка возможных способов совмещения фундаментального анализа и портфельной оптимизации; проведение более детальной оценки преимуществ предложенной автором процедуры первичного отбора; дальнейшее совершенствование перечня используемых фундаментальных показателей.

Соискатель Толкачёв И.С. убедительно и аргументировано ответил на заданные ему в ходе заседания вопросы и замечания.

На заседании 19 ноября 2024 г. диссертационный совет принял решение: за создание методики построения инвестиционного портфеля, совмещающей методы фундаментального анализа и портфельной оптимизации, позволяющей достичь синергетического эффекта от применения обоих методов и адаптированной к условиям современного российского рынка акций, включающей в себя авторскую процедуру первичного отбора акций, выбор акций на основе балльной оценки и оптимизацию структуры сформированного портфеля с учётом предложенной автором модификации данного процесса присудить Толкачёву Ивану Сергеевичу ученую степень кандидата экономических наук.

Диссертационное исследование соответствует требованиям п. 9–14 Положения о присуждении учёных степеней, утверждённого постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842.

Результаты диссертационного исследования могут быть использованы на рынке ценных бумаг при формировании инвестиционных стратегий и

оптимизации структуры портфелей инвестиционными фондами, индивидуальными инвесторами и аналитическими компаниями; результаты могут использоваться образовательными организациями для создания учебных курсов по тематике портфельного инвестирования и осуществления операций на рынке акций.

При проведении тайного голосования диссертационный совет в количестве 11 человек, из них 11 докторов наук по специальности 5.2.4. Финансы, участвовавших в заседании, из 15 человек, входящих в состав совета, проголосовали: за – 11, против – 0, недействительных бюллетеней – 0.

Председатель
диссертационного совета
доктор экономических наук,
доцент

Ордов
Константин Васильевич

Учёный секретарь
диссертационного совета
доктор экономических наук,
доцент

Гордиенко
Михаил Сергеевич



19 ноября 2024 г.