

«УТВЕРЖДАЮ»

Доктор по науке и инновациям

ВО «Национальный
исследовательский Нижегородский
государственный университет
им. Н.И. Лобачевского»,

Кандидат физико-математических наук

Грязнов М.Ю.

2024 г.

ОТЗЫВ

ведущей организации федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского» на диссертацию Толкачёва Ивана Сергеевича на тему «Совмещение фундаментального анализа и модифицированной оптимизации для формирования портфеля российских акций», представленную в диссертационный совет 24.2.372.04 на базе ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. — Финансы

1. Актуальность темы

На первый взгляд, состояние российского рынка акций не оказывает столь значимого влияния на экономику страны, чтобы говорить о необходимости его развития как о некоем приоритете в рамках укрепления экономического суверенитета. Но всё же прогресс, в том числе технологический, невозможен без привлечения инвестиций, и одним из способов их привлечения всегда был и ещё долго останется рынок ценных бумаг. Эмитенты, желающие получить эмиссионную прибыль – как новые, впервые выходящие на биржу, так и уже представленные на ней, реализующие SPO – не станут размещать свои бумаги на

рынке, где отсутствует ликвидность по уже обращающимся, проверенным временем бумагам, имеющим, если мы говорим об акциях, дивидендную историю и т.п. Можно утверждать, что рынок акций вторичный напрямую влияет и даже в некотором роде определяет рынок первичный, а значит его развитие – в интересах страны и общества.

Диссертационная работа Толкачёва Ивана Сергеевича посвящена вопросу построения методики, которая позволила бы эффективно формировать инвестиционный портфель в условиях российского фондового рынка, основанной на совмещении фундаментального анализа и портфельной оптимизации.

Актуальность темы исследования обусловлена особенностями российского рынка акций, затрудняющими применение классических подходов к формированию инвестиционного портфеля. В современных реалиях на российский фондовый рынок существенное влияние оказал уход иностранных инвесторов, снижение капитализации рынка и объёмов торгов. Это привело к практически 50% просадке капитализации российского рынка в 2022 году. К 2024 году рынок частично восстановился, однако многие проблемы, включающие относительно низкую ликвидность, дисбаланс в распределении доходности и риска, остаются. Кроме того, на современном российском фондовом рынке на текущем этапе значительное влияние оказывают политические факторы, из-за чего прослеживается высокая корреляция цен обращающихся финансовых инструментов. В таких условиях отдельное использование методов фундаментального анализа и портфельной оптимизации оказывается недостаточно для эффективного осуществления инвестиционной деятельности и ведёт к чрезмерно высоким рискам.

Ограничение возможностей привлечения иностранного капитала в современных условиях существенно повышает роль российских инвесторов, однако, достаточно высокие риски, возросшие рискованные ожидания из-за напряжённой экономической и политической ситуации, отсутствие готовых методик инвестирования, адаптированных к современным условиям, снижают заинтересованность инвесторов в российском рынке.

В подобной ситуации необходимо создание методики, которая была бы способна использоваться в современных условиях и была бы пригодна для

широкого круга инвесторов. Наиболее распространёнными подходами к инвестированию на рынке акций являются фундаментальный анализ и портфельная оптимизация. Тем не менее, их эффективное применение в классическом виде в условиях российского рынка акций затруднено. Возможным путём решения здесь является создание специальной методики, позволяющей совмещение фундаментального анализа и портфельной оптимизации, обеспечивающей сохранение положительных аспектов методов обеих групп. Также требуется определённая адаптация методики к наиболее значимым особенностям российского рынка акций. Подобная методика и разрабатывается в диссертационной работе Толкачёва Ивана Сергеевича.

2. Основные результаты исследования, их новизна и достоверность, обоснованность выводов и предложений

В первой главе своей диссертационной работы Толкачёв Иван Сергеевич рассматривает и обобщает подходы к инвестированию на рынке акций. Автором произведён анализ теоретических основ инвестиционной деятельности, выявлены основные подходы, используемые инвесторами в современных условиях, разработана классификация инвесторов.

Значимым аспектом первой главы диссертации, отличающим её от исследований, проводившихся ранее, является взгляд на инвесторов со стороны их предпочтений в использовании отдельных подходов, которые применяются ими при построении инвестиционных портфелей на рынке акций. Помимо классических критериев для классификации инвесторов, включающих их склонность к риску, временные горизонты, использование активных и пассивных подходов к инвестиционной стратегии, автор рассматривает предпочтения инвесторов в отношении тех методов, на основе которых в портфель включаются ценные бумаги, а также формируется его структура. Это позволило сформировать новый авторский критерий классификации инвесторов на фондовом рынке – их склонность к использованию фундаментального анализа и портфельной оптимизации (с. 35). Такой критерий позволяет выделить основные группы инвесторов со стороны применяемых ими инвестиционных стратегий, что позволяет определить, с учётом каких вариаций предпочтений

должна строиться методика формирования портфеля, ориентированная на широкий круг потенциальных пользователей.

На основе авторского критерия в работе сформирована система классификации факторов и показателей, имеющих доминирующее значение для инвесторов, относящихся к отдельным категориям (с. 44). В отличие от существующих перечней факторов, используемых в отдельных инвестиционных подходах, данная система объединяет факторы, влияющие на фундаментальный анализ и портфельную оптимизацию, выделяя пересекающиеся и отдельные для каждого подхода. Факторы распределены на три группы: доминирующие для оптимизации; доминирующие для фундаментального анализа; учитываемые при использовании обоих подходов, но имеющие меньшее значение. Система также включает показатели, применяемые для оценки каждого фактора. Таким образом формируется перечень показателей, учёт которых должна включать в себя методика, ориентированная на совместное применение фундаментального анализа и портфельной оптимизации. С учётом того, что факторы имеют разную степень значимости для инвесторов, предпочитающих портфельную оптимизацию, и инвесторов, полагающихся на фундаментальный анализ, в методике также должна быть возможность менять степень их влияния.

Вторая глава диссертации посвящена особенностям российского рынка акций и использованию методов формирования инвестиционного портфеля в его условиях. В этой главе автор анализирует современное состояние российского рынка акций, выявляет основные проблемы и особенности, существующие на сегодняшний день и ограничивающие использование портфельной оптимизации в классическом виде на российском рынке акций. В качестве основных факторов автор выделяет высокую взаимную корреляцию отраслевых индексов, межотраслевой и внутриотраслевой дисбаланс в распределении доходности и риска, а также наличие на российском рынке множества акций с отрицательной долгосрочной доходностью (с. 65). Высокая корреляция снижает эффект от применения самой оптимизации, делая потенциальное снижение риска при фиксированной ожидаемой доходности незначительным. Отраслевой дисбаланс и наличие акций с отрицательной долгосрочной доходностью приводят к снижению общего числа акций, используемых в процессе оптимизации. Для преодоления этих проблем автором предлагается новая модифицированная

версия оптимизации, включающая в себя дополнительные ограничения на отрасль, эмитента и акцию, а также совмещение оптимизации с фундаментальным анализом.

Также автором проводится тестирование показателей фундаментального анализа, с учётом результатов которого рассматривается перспективность их использования в российских условиях, выделяются сильные и слабые стороны каждого показателя (с. 96-102). Формируется авторская система оценки эмитентов на основе фундаментальных показателей. Её отличительной чертой является учёт эффективности фундаментальных показателей в отдельных отраслях российского фондового рынка. Добавление весовых коэффициентов, варьирующихся в зависимости от отраслевой принадлежности компании, позволяет сделать её более эффективной в условиях современного российского фондового рынка акций, повысить точность прогноза будущей цены акции.

Внимания также заслуживает разработанная автором процедура первичного отбора эмитентов (с. 85-86), которая позволяет значительно упростить процесс формирования инвестиционного портфеля на рынке акций и повысить эффективность использования фундаментального анализа и портфельной оптимизации. Процедура включает в себя требования к отчётности и надёжности эмитента, дополненные оценкой ликвидности акций. Подобный первичный отбор позволяет сузить перечень рассматриваемых на дальнейших этапах акций, а также исключить те из них, которые в силу низкой ликвидности будут иметь отклоняющиеся от нормы параметры доходности, риска и недооценённости, и наличие которых в оцениваемой совокупности снизит точность прогноза будущего изменения цены.

В третьей главе описывается применение авторской системы балльной оценки, представляющей собой адаптированную версию методики инвестирования на основе фундаментального анализа, которая способна эффективно применяться совместно с портфельной оптимизацией (с. 108-110). Система балльной оценки применяется перед процессом оптимизации и формирует перечень акций, включаемый в итоговую версию формируемого портфеля. Её применение на предварительном этапе позволяет в ходе процесса оптимизации изначально рассматривать те акции, перспективы роста которых наиболее высоки.

Также в третьей главе автором произведена модификация процесса оптимизации, позволившая адаптировать его к совместному использованию с фундаментальным анализом (с. 119-122). Классическая версия портфельной оптимизации оказывается эффективной при соблюдении двух условий: наличии большого количества акций, входящих в оптимизируемую совокупность, и низкой взаимной корреляции цен акций. Уменьшение изначального перечня путём использования фундаментального анализа и относительно высокая корреляция цен акций на российском фондовом рынке приводят к тому, что применение оптимизации в классическом виде приводило бы к выбору лишь одной или двух акций, что снижает диверсификацию портфеля. Для предотвращения подобной ситуации автором был модифицирован процесс оптимизации, путём добавления ограничивающих минимальных долей на отдельные акции, отрасли и компании. Данные лимиты могут меняться самими инвесторами, что позволяет учесть их отраслевые предпочтения, а также менять уровень оптимизации портфеля для максимизации или минимизации влияния фундаментального анализа. Таким образом, появляется возможность использования оптимизации совместно с фундаментальным анализом при построении инвестиционного портфеля на рынке акций.

Итоговым результатом является создание методики построения инвестиционного портфеля на рынке акций, позволяющей совместное использование фундаментального анализа и портфельной оптимизации (с. 145-148). Ключевым отличием такой методики от существующих является совместное использование двух подходов к инвестированию на рынке акций: фундаментального анализа и портфельной оптимизации, что отличает её от остальных методик, базирующихся лишь на одном из подходов. Полученная методика способна учитывать интересы инвесторов и предназначена для широкого круга участников фондового рынка. Она позволяет нивелировать слабые стороны фундаментального анализа и портфельной оптимизации и осуществлять эффективное построение портфеля в условиях, ограничивающих использование данных методов в их классическом виде. Таким образом, автором была сформирована методика, способная эффективно использоваться при формировании инвестиционного портфеля в условиях современного

российского рынка акций, адаптированная к отраслевому дисбалансу и высокой взаимной корреляции цен акций.

Общий объем диссертационной работы составляет 172 страницы. Список литературы включает 120 источников.

3. Основные положения диссертации, содержащие элементы научной новизны и практической значимости

К важнейшим элементам научной новизны в представленной диссертации стоит отнести следующее:

- Автором предложен новый критерий для классификации инвесторов – их склонность к использованию портфельной оптимизации и фундаментального анализа (с. 35). Данный критерий позволяет учесть предпочтения отдельных групп инвесторов в ходе формирования методики, ориентированной на широкое использование и выделить отдельные вариации предпочтений в используемых подходах.
- Сформирован перечень факторов, оказывающих наибольшее влияние на применение портфельной оптимизации в условиях российского рынка акций, оценены последствия влияния данных факторов для портфельных инвесторов, определены возможности адаптации к новым условиям (с. 65-66). Подобный перечень позволяет выделить те факторы, на которые следует обращать основное внимание при разработке инвестиционной стратегии на российском фондовом рынке, а выявленные пути адаптации дают возможность инвесторам адаптировать свои стратегии к современным российским условиям, повысив их эффективность.
- Сформирована система показателей и факторов, учитываемых участниками рынка акций при принятии инвестиционных решений, показатели и факторы сгруппированы в зависимости от степени их важности для отдельных видов инвесторов (с. 42-45). Выявлены показатели, использование которых необходимо в методике, ориентированной на совместное применение фундаментального анализа и портфельной оптимизации; выделены те из них, которые имеют разную степень значимости для фундаментального анализа и портфельной оптимизации.
- Разработана процедура первичного отбора, позволяющая ограничить перечень акций, исключив те из них, объективная оценка которых

невозможна при помощи методов фундаментального анализа, что позволяет повысить корректность и эффективность дальнейшего отбора (с. 85-86). Использование разработанной автором процедуры на предварительном этапе инвестиционной стратегии позволяет упростить дальнейшие расчёты, а также повысить точность прогноза изменения цены.

– Предложен отбор на основе балльной оценки, сформированный с учётом результатов тестирования эффективности применения фундаментального анализа на российском рынке акций, учитывающий эффективность использования отдельных показателей фундаментального анализа в различных отраслях, позволяющий совместное использование фундаментального анализа и портфельной оптимизации (с. 105-109).

– Разработана методика построения инвестиционного портфеля, совмещающая фундаментальный анализ и портфельную оптимизацию, адаптированная к особенностям российского рынка акций и ориентированная на широкий круг инвесторов (с. 144-148). Методика позволяет совместное применение фундаментального анализа и портфельной оптимизации при построении инвестиционного портфеля на рынке акций. При этом сохраняются положительные стороны обоих подходов и снижается влияние особенностей российского фондового рынка, ограничивающих использование этих подходов по отдельности в классическом виде.

Теоретическая значимость диссертации состоит в создании авторской классификации инвесторов на основе их предпочтений в использовании отдельных подходов и методов инвестирования на рынке акций; сформированной системе факторов, анализируемых отдельными видами инвесторов на рынке акций, и показателей, используемых для оценки этих факторов; предложениях по развитию теории фундаментального анализа и портфельной оптимизации по пути их совместного использования и создания инвестиционных стратегий, совмещающих сильные стороны обоих подходов.

В качестве основных практических результатов диссертации можно выделить:

– предложенный автором подход к использованию показателей фундаментального анализа, позволяющий максимизировать их эффективность в

условиях российского рынка акций и совместить их применение с портфельной оптимизацией;

– модифицированный автором процесс портфельной оптимизации, позволивший включить её в авторскую методику и адаптировать оптимизацию к высокой корреляции и отраслевому дисбалансу российского рынка акций;

– разработанную автором методику совмещения фундаментального анализа и портфельной оптимизации, позволяющую объединить сильные стороны обоих подходов и тем самым создающую инвестиционную стратегию, способную эффективно применяться в условиях, ограничивающих применение обоих подходов в классических вариантах использования.

Обоснованность и достоверность полученных в диссертационной работе результатов подтверждается использованными методами научного исследования, публикациями и докладами по теме исследования. Результаты исследования внедрены в практику деятельности ООО «Мобильные Инфо-Коммуникации» и прошли научную апробацию на основе 2 НИР, финансируемых из средств ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г.В. Плеханова». Основные положения диссертационного исследования отражены в 15 научных работах общим объёмом 8,96 печ. л.

4. Дискуссионные вопросы и замечания

Хотя работа выполнена на высоком научном и профессиональном уровне, в ней можно выделить ряд недостатков.

1. В работе рассматриваются методы формирования портфеля, используемые инвесторами на рынке акций, полученная методика также учитывает формирование портфеля с учётом инструментов рынка акций. Добавление возможности включения в портфель инструментов долгового рынка могло бы сделать методику более гибкой и повысить число инвесторов, заинтересованных в её использовании.

2. В пунктах 1.2 и 1.3 присутствует большое количество ссылок на иностранных авторов и в ряде мест параграфы перегружены теорией, из-за чего текст труден для восприятия и затрудняется донесение авторской позиции.

3. Таблицы 14-17 (с. 96-99) во второй главе диссертационной работы перегружены информацией. Представление этой информации в виде нескольких графиков позволило бы сделать полученные результаты более наглядными.

4. На странице 84 автором указывается, какое число акций и эмитентов прошло первичный отбор в каждой из отраслей, однако не указываются сами тикеры акций, которые этот отбор прошли. Для большей информативности следовало бы раскрыть эту информацию.

5. Значительная часть пункта 1.3 посвящена Гипотезе эффективности рынка. Хотя эта гипотеза напрямую связана с портфельной теорией, следовало бы уменьшить объём, выделенный на её описание, поскольку основными аспектами работы являются портфельная теория и фундаментальный анализ.

6. Метод анализа рынка, позиционируемый автором как доступный для широкого круга пользователей, на деле предполагает использование достаточно обширного перечня инструментов анализа, грамотное оперирование которым предполагает, всё же, наличие определенных знаний в данной предметной области.

7. Остаётся неясным, возможно ли на основании предложений автора создавать аналогичные портфельные стратегии на других рынках, или только на российском. Для большей информативности и значимости полученных результатов целесообразно было бы описать возможности использования полученных результатов на фондовых рынках других стран.

Выявленные недостатки не оказывают существенного влияния на качество полученных выводов и не снижают научную значимость работы.

5. Общий вывод

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.

Отзыв подготовлен Яшиной Надеждой Игоревной, доктором экономических наук, профессором, заведующим кафедрой финансов и кредита ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет имени Н.И. Лобачевского».

Данный отзыв был обсуждён и утверждён на заседании кафедры финансов и кредита ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет имени Н.И. Лобачевского», *24 октября* 2024, протокол № 5.

Заведующий

кафедрой финансов и кредита

Института экономики

ФГАОУВО «Национальный исследовательский

Нижегородский государственный

университет им. Н.И. Лобачевского»,

доктор экономических наук, профессор

«24» октября 2024 г.


Яшина Надежда Игоревна

603950, г. Нижний Новгород, пр. Гагарина, 23.

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского» (ННГУ) телефон: +7 (831) 462-30-85, e-mail: unn@unn.ru, сайт: <http://www.unn.ru>

Яшина Н.И., e-mail: yashina@iee.unn.ru

Подпись Яшиной Н.И. заверяю,

Иван Сергеевич Толкачёв