

ОТЗЫВ официального оппонента
на диссертацию на соискание ученой степени
кандидата экономических наук Нетунаева Евгения Борисовича
на тему: «Условия и механизмы возникновения «финансовых пузырей» на
развивающихся фондовых рынках»
по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит»

Актуальность темы исследования

В современной академической литературе представлены многочисленные теоретические и практические свидетельства того, какие риски несут пузыри на финансовых рынках. Фондовые пузыри принято рассматривать в качестве негативного экономического феномена. Схлопывание пузыря способно вызывать глубокие кризисные явления как на финансовом, так и на реальном секторах экономики. Наиболее известные примеры, иллюстрирующие негативные эффекты фондовых пузырей, наблюдались в развитых странах, прежде всего в США: пузырь дот-комов (начала 2000х), а также фондовые пузыри, предшествовавшие Великой Депрессии и мировому кризису 2007-2008 гг. С 2000-х годов отмечены пузыри и на развивающихся рынках капитала: в Китае (в 2007 и 2015 гг.), в странах Юго-Восточной Азии в 1997 г. и др..

Выбранная автором тема является актуальной, а изучение природы фондовых пузырей является востребованным и значимым. Однако, как справедливо отмечает диссертант, большинство таких исследований ориентированы на развитые рынки (в первую очередь, на рынок США). При этом, фондовые рынки развивающихся стран обладают рядом особенностей, которые не позволяют им напрямую задействовать исследовательские наработки по развитым странам, а именно:

- недостаток статистической информации;
- высокая доля иррациональных инвесторов;
- сильная зависимость от зарубежных инвесторов;

- незрелость институциональной среды, низкая ликвидность активов, существенная их недооценка (как по российскому рынку).

Указанные особенности увеличивают риски ошибок при идентификации фондовых пузырей и разработке стратегий поведения как инвесторов, так и регулятора. Недостаточность научных и практических разработок, учитывающих особенности развивающихся стран, таким образом, негативно влияет на стабильность развивающихся фондовых рынков и финансовой системы в целом. Диссертация Нетунаева Е.Б. нацелена на заполнение этого пробела. Полученные им результаты позволяют выявить индикаторы идентификации пузырей в развивающихся странах и определить продолжительность периода отклонения от справедливого уровня фондового индекса. Предложенные автором приемы анализа фондовых пузырей позволяют дать рекомендации по регуляторной политике.

Достоверность и обоснованность выводов и рекомендаций

В диссертации Нетунаева Е.Б. проанализированы механизмы возникновения фондовых пузырей в развивающихся странах, выделены факторы, определяющие вероятность появления пузырей и их продолжительность. Предложенная авторская модель прошла эмпирическое тестирование. На основе выводов автором предложены рекомендации по проведению стабилизационной политики на фондовых рынках развивающихся стран.

В ходе исследования автор опирается на широкий набор научно-исследовательских методов, таких, как анализ и синтез, экономико-математические методы. В эмпирической части диссертант использует обширную статистическую информацию, полученную из авторитетных источников, в том числе таких организаций, как Всемирный Банк, Международный Валютный Фонд, Банк России и другие. Как следствие, выводы и рекомендации, сформулированные автором, представляются в достаточной степени достоверными и обоснованными.

Научная новизна положений, выводов и рекомендаций диссертационного исследования

Большинство существующих исследований, посвященных фондовым пузырям, анализирует финансовые рынки развитых стран, что во многом обусловлено более богатым статистическим материалом. Однако выводы, которые были получены в рамках таких исследований, не могут быть напрямую распространены на развивающиеся рынки и требуют серьезной адаптации. Подобная адаптация была реализована Нетунаевым Е.Б., что обуславливает научную новизну диссертации.

К элементам новизны можно отнести также следующие результаты работы:

1. Предложена авторская схема взаимодействия рациональных и иррациональных инвесторов (с. 71-72). Эта схема не противоречит базовым положениям поведенческих финансов и отражает такие особенности фондовых рынков развивающихся стран (по мнению автора), как высокая доля иррациональных инвесторов и преобладание краткосрочных спекулятивных стратегий.

2. Предложена оригинальная модель жизненного цикла фондового пузыря (с. 75-76), которая отличается от предшествующих версий тем, что предполагает наличие нулевой стадии, когда сложились предпосылки возникновения фондового пузыря, но сам пузырь еще не успел надуться, что позволяет учесть лаг реакции иррациональных инвесторов.

3. Выделены факторы, влияющие на развитие пузыря, которые могут быть специфицированы в рамках модели цензурированной выборки Хекмана. В ранее проведенных исследованиях все факторы, определяющие жизненный цикл пузыря, объединялись в единый пул объясняющих переменных, что ограничивало релевантность их выводов применительно к развивающимся рынкам капитала. Авторский прием позволяет встроить в модель лаг реакции разных групп инвесторов, который неизбежно возникает на развивающихся рынках из-за низкого опыта участников торгов.

4. На основе разделения факторов на условия автор предлагает собственную классификацию мер стабилизационной политики. Выделены активные (направленные на детерминанты) и пассивные (воздействующие на условия) меры. Предложенная в работе методология анализа условий и детерминант дала возможность сопоставить эффективность обеих групп мер, что, в конечном итоге, подвело автора к выводу о том, что пассивные (превентивные) меры противодействия фондовым пузырям на развивающихся рынках капитала являются более действенными, чем активные.

Структура и содержание работы

Структура работы логична и соответствует задачам исследования. Работа разделена на три главы, введение и заключение. В первой главе представлен анализ ранее проведенных исследований по фондовым пузырям. Автор предлагает собственное определение (с. 42-45). Природа возникновения пузырей раскрывается через рассмотрение основных теорий, объясняющих причины их возникновения, что позволяет предложить авторскую схему жизненного цикла пузыря (с. 71-73). Ключевой объясняющий фактор - взаимодействие рациональных и иррациональных инвесторов. Последние завышают стоимость из-за когнитивных ошибок при оценке фундаментальной стоимости (с. 72). По мнению автора, если их доля невысока, как на рынках развитых стран, то они оказывают слабое влияние на решения рациональных инвесторов. Но при высокой их доле на рынке, что часто встречается в развивающихся странах, они вынуждают рациональных инвесторов совершать спекулятивные сделки (с. 72): приобретать и удерживать переоцененные акции, чтобы продать их по максимальной цене, игнорируя при этом фундаментальные показатели.

Кроме того, автор выделяет ненаблюдаемую и наблюдаемую стадии развития пузыря (с. 75-76). Соответственно действуют факторы, влияющие на ненаблюдаемой стадии и запускающие начало второй стадии (с. 76-77)

Во второй главе автор проводит анализ факторов, которые могут быть существенными для определения конкретного профиля жизненного цикла

фондовых пузырей на развивающихся рынках. Выдвинута гипотеза, что значимыми факторами могут выступить (с. 80):

- доступность заемных средств;
- динамика общеэкономических и отраслевых показателей;
- динамика международных финансовых рынков;
- склонность инвесторов к риску.

Главный вывод - о необходимости разделения факторов развития фондового пузыря на условия и детерминанты (с. 116). Данное разделение обуславливает выбор для тестирования модели Хекмана (с. 119-120). Авторская адаптация модели Хекмана для цели и задач его исследования завершает вторую главу.

В третьей главе представлены результаты эмпирического тестирования адаптированной автором модели Хекмана с целью выявления фактически значимых условий и детерминант фондового пузыря. Тестирование строится на двух выборках: межстрановой (с. 126-150), в результате которого выделяются общие условия и детерминанты пузырей на развивающихся рынках, и на российской (с. 151-164). Выделив условия и детерминанты фондовых пузырей, специфические для российского фондового рынка, Нетунаев Е.Б. проводит анализ эффективности мер стабилизационной политики. В заключении автор делает вывод об ограниченной эффективности традиционных мер денежно-кредитной политики, нацеленной на противодействие фондовым пузырям (с. 166-167).

По итогам рассмотрения представленного диссертационного исследования, можно заключить, что сформулированные Нетунаевым Е.Б. выводы и рекомендации имеют научную и практическую значимость и представляют собой приращение научного знания в области анализа пузырей на развивающихся рынках капитала. Автореферат отражает основное содержание диссертации. Результаты исследования также нашли отражение в 5 публикациях в научных рецензируемых журналах, включая 1 публикацию в журнале из списка RSCI, 3 публикациях из списка МГУ и 1 публикацию в рецензируемом журнале из списка ВАК, в которых должны быть опубликованы результаты диссертационных исследований на соискание ученой степени кандидата наук.

Замечания по диссертации

Как любое оригинальное научное исследование, диссертация Нетунаева Е.Б. не свободна от ряда недостатков. Отметим, что нижеперечисленные замечания в значительной степени носят рекомендательный характер и позволяют определить дальнейшие направления развития предложенной работы.

1. Для идентификации фондовых пузырей автор предлагает использовать синтетическое определение, включающее использование мультипликатора P/B (с. 51). Выбор данного мультипликатора представляется спорным: необходимые для его исчисления данные базируются на бухгалтерской оценке собственного капитала, которая для компаний реального сектора часто не отражает восстановительную стоимость, как задумано в QТобина. Поскольку доля компаний реального сектора (в том числе, ТЭК) в структуре фондовых индексов на многих развивающихся рынках существенная, релевантность выбранного мультипликатора может быть поставлена под сомнение. Использование других мультипликаторов (в т.ч. P/E или P/S) могло бы усилить достоверность результатов анализа. Более релевантным мог бы выглядеть мультипликатор PEG или CAPE Шиллера. К сожалению при обосновании этого фильтра автор не обратил внимание на такие возможности, широко обсуждаемые в академической литературе.
2. Автор проводит анализ фондового рынка в целом (с. 84-85). При этом не рассматривается возможность формирования фондовых пузырей на отдельных его сегментах (например, на отраслевых индексах или индексах высокой\ низкой кеапитализации). История финансовых рынков знает множество примеров отраслевых пузырей, например, пузырь дот-комов в США. Подобные пузыри могут встречаться и на развивающихся фондовых рынках. Такое исследование придало бы исследованию дополнительную актуальность.

3. Работа могла бы сильно выиграть при приложении методики страновой адаптации авторской модели и к другим развивающимся фондовым рынкам, например, к рынку Китая. Сравнительный анализ условий и детерминант, характерных для разных рынков развивающихся стран позволил бы более достоверно судить о качестве авторской модели.
4. В рамках межстранового анализа в качестве исследуемой характеристики фондового пузыря используется срок жизни на годовых данных (с. 134). При этом, при анализе российского фондового рынка объясняемой переменной становится размер фондового пузыря на месячных данных, при этом собственно событий «пузыря» всего 4 (с. 154). В связи с этим необходимо обосновать, во-первых, почему нельзя для межстрановой выборки использовать месячные данные, если такой анализ более точен; во-вторых, является ли такая замена универсальной рекомендацией для перехода на страновой уровень исследования и насколько корректно поводить анализ по такому малому качеству наблюдений (фактических событий, а не задублированных переменных с увеличением числа точек на месячных данных).
5. Спорным является и индикатор правого качества страны (переменная rule) и его интерпретация в объяснении влияния на «страновую пузыристость».

***Заключение о соответствии диссертации требованиям, установленным
Положением о присуждении ученых степеней***

Вместе с тем, указанные замечания не умаляют значимости диссертационного исследования. Диссертация отвечает требованиям, установленным Московским государственным университетом имени М.В. Ломоносова к работам подобного рода. Содержание диссертации соответствует паспорту специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное

обращение и кредит»(по экономическим наукам), а также критериям, определенным пп. 2.1-2.5 Положения о присуждении ученых степеней в Московском государственном университете имени М.В.Ломоносова, а также оформлена, согласно приложениям № 5, 6 Положения о диссертационном совете Московского государственного университета имени М.В.Ломоносова.

Таким образом, соискатель Нетунаев Евгений Борисович заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

Официальный оппонент,

доктор экономических наук, профессор
профессор базовой кафедры инфраструктуры финансовых рынков
факультета экономических наук ФГАОУ ВО «НИУ «ВШЭ»
Теплова Тамара Викторовна

Контактные данные:

тел.: +7-995-772 -95-90, e-mail : tteplova@hse.ru

Специальность, по которой официальным оппонентом
защищена диссертация:

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Адрес места работы:

101000, г. Москва, ул. Мясницкая, д. 20,

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ «НАЦИОНАЛЬНЫЙ
ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ «ВЫСШАЯ ШКОЛА
ЭКОНОМИКИ», факультет экономических наук, базовая кафедра финансовых
рынков

тел.: +7 (495) 771-32-32,

Подпись сотрудника
ОРГАНИЗАЦИИ. удостоверяю:
руководитель/кадровый работник

05.11.2018

