

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

Фондовый рынок является одним из ключевых сегментов современной финансовой системы, обеспечивающих трансформацию сбережений в инвестиции. В развивающихся странах фондовые рынки позволяют компаниям преодолеть ограничения, связанные с поиском относительно дешевого внешнего финансирования.

Одним из явлений, нарушающих нормальное функционирование фондовых рынков, являются финансовые пузыри. Схлопывание пузырей приносит значительные убытки инвесторам, провоцирует напряженность в банковской системе, резкое падение инвестиционной активности, финансовые и общеэкономические кризисы. Однако, несмотря на существенный ущерб, в экономической науке и практике до сих пор не сложилось общепринятого понимания природы данного явления. Поэтому анализ условий возникновения и механизмов развития фондовых пузырей, изучение возможности противодействия их надуванию является актуальной темой с теоретической и прикладной точек зрения.

Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций,
сформулированных в диссертации

Научные положения и выводы, сформулированные диссертантом, определены корректной формулировкой цели и задач исследования. Структура работы отличается логичностью. Достоверность результатов обусловлена тем, что автор опирается на обобщение и систематизацию

широкого круга теоретических трудов и прикладных исследований, корректное использование современных методов научного исследования, обширную эмпирическую базу.

Информационную основу исследования составляют работы зарубежных и отечественных авторов; монографии и журналы из электронных библиотек SSRN, Академии Google, ResearchGate, Российской государственной библиотеки; статистические данные о макроэкономической ситуации в России и зарубежных странах, полученные из баз данных Всемирного Банка, Международного Валютного Фонда, Банка России; динамика фондовых индексов и обобщенные финансовые показатели для торгуемых компаний в России.

Основные результаты диссертационного исследования прошли апробацию на международных научных конференциях. По теме исследования было опубликовано пять статей, четыре из них – в изданиях, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ. Публикации автора и автореферат в полной мере отражают содержание диссертационного исследования.

Научная новизна положений, выводов и рекомендаций диссертационного исследования

Несмотря на то, что проблема финансовых пузырей, в том числе на фондовых рынках, достаточно активно представлена в научной литературе, Нетунаеву Е.Б. удалось обеспечить приращение научного знания в избранной области исследования. В качестве элементов новизны представляется целесообразным выделить следующие результаты:

1. Автором предложен и обоснован метод идентификации фондовых пузырей с учетом специфики развивающихся рынков (с. 41-53), Это позволило диссертанту не только уточнить историю развития фондовых пузырей на рынках развивающихся стран, но и выявить их на ранее неисследованных рынках, таких как рынки Сербии и Эстонии (с. 86-88).

2. Представлена модель взаимодействия рациональных и иррациональных инвесторов, обосновывающая формирование пузырей долей иррациональных инвесторов на фондовом рынке (с. 71-73). Ввиду того, что для развивающихся рынков характерно преобладание неопытных иррациональных инвесторов (с. 6, 79), представленная схема позволяет более корректно учитывать поведенческие аномалии на данных фондовых рынках.
3. Разработанная автором поведенческая схема взаимодействия инвесторов легла в основу оригинальной модели жизненного цикла пузыря, включающей четыре стадии развития пузыря (с. 74-77). Нетунаев Е.Б. предлагает дополнительно выделять первую стадию на которой начинается возникновение предпосылок для дальнейшего надувания пузыря (с. 75).
4. Представлена оригинальная версия модели цензурированной выборки Хекмана, которая ранее в литературе финансового профиля не использовалась (с. 118-120). Авторская версия модели позволяет в явном виде разделить переменные, определяющие характеристики фондового пузыря на условия и детерминанты, чего не позволяли ранее применявшиеся в научных исследованиях методы. Подобное разделение позволяет точнее определить роль каждого из факторов в формировании пузырей, а также скорректировать стабилизационную политику регулятора (с. 120).
5. Автор демонстрирует приемы трансформации своей теоретической модели в эмпирически проверяемый вид как на межстрановом (с. 126-151), так и на внутристрановом уровне (с. 151-164). Выполненное тестирование эмпирических версий теоретической модели позволяет получить оригинальные выводы о неэффективности традиционных мер схлопывания пузырей регулятором и обосновании значимости пруденциальных мер (с. 167-168).

Практическая значимость исследования

Результаты диссертационного исследования имеют и практическую значимость, в частности, предложение о приоритетности пассивных мер Банка России в предотвращении финансовых пузырей, выделение этапов жизненного цикла, а также условий и детерминант, позволит упростить идентификацию фондовых пузырей, а следовательно снизить риск инвесторам, как частным, так и институциональным. Интересна данная работа и для академических исследователей для дальнейших теоретических и эмпирических разработок как в сфере исследования источников нестабильности фондовых рынков развивающихся стран, так и в области поисков оптимальной стабилизирующей политики финансового регулятора.

Замечания по диссертации

Несмотря на отмеченные достоинства диссертационного исследования, в работе имеются некоторые спорные моменты.

1. При составлении выборки для проведения эмпирического анализа фондовых пузырей в развивающихся странах исключены достаточно значимые фондовые рынки, например, рынки Китая и Индии (с. 83-88), которые отличаются крупными масштабами и высокой ликвидностью. Данное исключение следует серьезно обосновать.

2. Представленная в работе модель жизненного цикла финансового пузыря, включающая «нулевую стадию» (с. 74-77), бесспорно, интересна. Однако, остаются вопросы: пытался ли автор разложить хоть какой-нибудь конкретный финансовый пузырь на предлагаемые стадии? По каким наблюдаемым переменным это можно сделать?

3. В качестве объясняемой переменной в эмпирической версии авторской теоретической модели в межстрановой и страновой (российской) версии используются разные переменные. Автор объясняет это невозможностью расчета переменных в годовом или месячном исчислении, но при этом не показывает, будет ли идентично работать данная модель в

двух разных случаях. (С. 154). На наш взгляд было более уместным сравнение с одинаковыми показателями – либо в годовом, либо в месячном исчислении. Остается непонятным, является ли использование месячных данных вместо годовая универсальная рекомендация для страновой адаптации авторской модели. Кроме того, в выводах, автор указывает, что в страновом варианте объясняющим показателем был не срок, а размер пузыря, видимо это описка.

4. При анализе мер противодействия фондовым пузырям автор доказывает на примере России предпочтительность пассивных мер, обосновывая это тем, что фондовые рынки пока не играют определяющей роли в функционировании отечественной финансовой системы (с. 167-168), но при этом не оговаривается, что должно послужить основой для принятия превентивных мер. Кроме того, для большей обоснованности выводов представляется желательным провести аналогичный анализ по другим развивающимся странам, т.к. делать обобщающие заключения на единичном примере не вполне корректно.

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

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:

профессор Департамента мировой
экономики и мировых финансов,
федерального государственного
бюджетного образовательного
учреждения высшего образования
«Финансовый университет при
Правительстве Российской
Федерации», доктор
экономических наук (08.00.14),
профессор

 Стародубцева Елена Борисовна

Контактные данные:

тел.: +7-499-943 -98-66, e-mail: evdokija59@mail.ru

Специальность, по которой официальным оппонентом
защищена диссертация:

08.00.14 – Мировая экономика

Адрес места работы:

125993, Москва, Ленинградский проспект, 49,

тел.: (+7)499-943 -98-66, web-сайт организации – [www fa.ru](http://www.fa.ru)

E-mail: academy@fa.ru

Подпись Стародубцевой Е.Б.

ЗАВЕРЯЮ

Ученый секретарь Ученого совета
Финансового университета

 Е.В. Звягинцева

2018 г.

