



**Министерство образования и науки  
Российской Федерации**  
*федеральное государственное бюджетное  
образовательное учреждение  
высшего образования*

**«Алтайский государственный  
технический университет  
им. И.И. Ползунова» (АлтГТУ)**

пр-т Ленина, 46, г. Барнаул, 656038

Телефон: (3852) 29-07-10

Факс: (3852) 36-78-64

E-mail: altgtu@list.ru ;

ntsc@desert.secna.ru

На № \_\_\_\_\_ от \_\_\_\_\_

Г



**УТВЕРЖДАЮ**  
И.О. Ректора Федерального  
государственного бюджетного  
образовательного учреждения  
высшего образования  
«Алтайский государственный  
технический университет им.  
И.И. Ползунова»  
А.А. Максименко

\_\_\_\_\_» сентября 2016 г.

В диссертационный Совет Д 212.267.11

### **ОТЗЫВ ВЕДУЩЕЙ ОРГАНИЗАЦИИ**

**по диссертационной работе Цибульниковой Валерии Юрьевны на тему:  
«Оценка финансовых рисков в процессе взаимодействия брокера и  
инвестора», представленной на соискание учёной степени кандидата  
экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное  
обращение и кредит**

#### **Актуальность темы диссертационного исследования**

Фондовый рынок является неотъемлемой частью экономической системы страны. От эффективности его функционирования зависят различные экономические процессы, в частности привлечение инвестиционного капитала, оборот финансовых ресурсов и т.п. В этой связи существует объективная необходимость не только развивать законодательную базу, укреплять инфраструктуру рынка, но и привлекать инвесторов на рынок, способствовать защищенности их интересов и прав.

Ввиду специфики операций на фондовом рынке деятельность инвесторов сопряжена с риском, который, в зависимости от используемых финансовых инструментов, может быть высоким. При этом различные категории инвесторов имеют разную степень защиты от возникающих рисков на рынке ценных бумаг. В соответствии с действующей российской классификацией инвесторов наименьшую степень защищенности от

различного рода рисков имеют неквалифицированные инвесторы. Более того, достаточно низкий уровень финансовой грамотности населения России отрицательно влияет на результаты деятельности инвесторов, в особенности физических лиц.

Обсуждение вопросов защиты прав и инвесторов на фондовом рынке среди профессионального сообщества, поступающие предложения от руководителей соответствующих ведомств Центрального Банка России по внесению изменений в существующие подходы к классификации инвесторов и т.п. говорят о высокой степени актуальности развития данных вопросов.

В этой связи поиск эффективных инструментов оценки рисков участников биржевой деятельности, предложение методов управления этими рисками должны выполняться с учетом современных тенденций развития, как мирового, так и российского фондового рынка.

Поскольку Российский фондовый рынок в настоящее время значительно уступает ведущим мировым площадкам, следовательно, необходимо адаптировать передовой зарубежный опыт к российским реалиям. Несмотря на значительное количество научных публикаций, посвященных исследованию различных аспектов функционирования фондового рынка, управлению рисками участников инвестиционной деятельности, вопросы сущности и содержания понятия «финансовые риски инвесторов и брокеров», «особенности брокерской деятельности», оценка финансовых рисков участников инвестиционного процесса, а также создание и использование систем поддержки принятия решений при оценке и управлении рисками брокеров и инвесторов, недостаточно раскрыты. В этой связи диссертационная работа В.Ю. Цибульниковой, посвященная разработке теоретических, методических и практических основ совершенствования подходов к оценке финансовых рисков брокеров при их взаимодействии с инвесторами, является своевременной и актуальной, имеющей важное значение для повышения эффективности инвестиционной деятельности участников рынка в условиях риска. Отдельно нужно отметить актуальность темы исследования с позиции значимости для непрофессиональных частных инвесторов, количество и объем проводимых операций которых, возрастает.

### **Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендации**

Достоверность и обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных автором, обеспечивается:

а) корректностью применения апробированного в научной практике исследовательского и аналитического аппарата; доказательностью выводов, опирающихся на использование методов научного исследования, включающих системный подход, методы обобщения и синтеза, их сочетания с эконометрическими и статистическими методами сбора и обработки информации;

б) критическим анализом и обобщением результатов фундаментальных и прикладных исследований отечественных и зарубежных авторов в области финансовых рынков, инвестиций, методов оценки и управления рисками (342 источника), послуживших теоретической базой диссертационного исследования, а также основой для разработки авторского методического подхода к оценке рисков брокеров и инвесторов на фондовом рынке;

в) достаточностью, надежностью и репрезентативностью нормативно-правовой и информационно-эмпирической базы исследования;

г) апробацией полученных выводов и рекомендаций, положительными результатами их практической реализации.

В целом, диссертационное исследование логично и последовательно выстроено, его содержание и структура соответствуют теме исследования, поставленной цели, сформулированным задачам. Представленные автором научные положения четко сформулированы, теоретически обоснованы и подтверждены эмпирически, прошли апробацию на шести научно-практических конференциях. Получено Свидетельство о государственной регистрации программы для ЭВМ (Роспатент). Основные научные результаты диссертационного исследования опубликованы в 17 печатных и электронных работах общим объемом 59,42 п.л. (из них 57,37 п.л. автора), 3 публикации из списка изданий, рекомендованных ВАК РФ.

### **Новизна основных выводов и результатов исследования**

Научная новизна исследования заключается в следующих положениях:

1) в теоретико-методологическом аспекте:

- выявлены сущностные признаки финансовых рисков брокера и инвестора, описаны рискообразующие факторы и особенности деятельности брокерской компании фондовом рынке, которые позволили уточнить совокупность и классификацию финансовых рисков брокерской компании, позволившей представить риски брокера и инвестора в качестве единой системы и обосновать необходимость применения технического инструментария для оценки финансовых рисков; предложенная совокупность рискообразующих факторов и финансовых рисков брокера и инвестора развивает категориальный аппарат в области оценки и управления финансовыми рисками на фондовом рынке;

- предложена модель оценки финансовых рисков брокера и инвестора на основе частичного принятия брокером финансовых рисков инвестора, отражающая цель, принципы, задачи, способы реализации и эффекты, являющаяся методологической основой методического подхода автора к оценке и управлению рисками брокера и инвестора;

- предложено понятие «риск поведения инвестора», который отражает степень рискованности действий по инвестированию клиентов компании, и позволяет оценить спектр мер, которые могут быть применимы для снижения степени его риска.

2) в методическом аспекте:

- согласно модели оценки финансовых рисков брокера и инвестора, предложен и апробирован методический подход автора к оценке и управлению совокупностью финансовых рисков, базирующийся на синтезе трех компонентов:

а) разработан подход к оценке финансовых рисков брокера и инвестора на основе математического аппарата нечетких множеств, который позволяет измерить влияние совокупности ключевых рисков на результат брокерской деятельности, и отличается набором сформированных рискообразующих факторов, выбором критериев их оценки и формированием логических правил, развивающий методы оценки инвестиционных рисков;

б) предложен подход к учету финансового риска инвестора в брокерской компании на основе анализа торговых операций клиентов, который включает использование показателей эквити и «риска ошибочного распределения инвестиций», и дает возможность оценить степень риска инвестиционных действий и решений инвестора, для их последующей коррекции и снижения рисков брокера, развивающий методы оценки эффективности инвестиций на финансовых рынках;

в) предложен метод ситуационного контроля риска текущих действий инвесторов на основе показателя «риск ошибочного распределения инвестиций», который представляет собой количественную оценку вероятности наступления нежелательного отрицательного, или незапланированного положительного исхода для брокера и инвестора в результате распределения средств в финансовые активы;

3) в прикладном аспекте:

- разработана и эмпирически опробована методика комплексной стоимостной оценки финансовых рисков брокера и инвестора, позволяющая определить степень значимости финансового риска, определить область риска, и выбрать методы воздействия на риск.

- разработана методика реализации методического подхода автора к оценке финансовых рисков, предполагающая использование разработанного автором практического инструментария: система поддержки принятия решений, основанная на стратегии частичного принятия финансовых рисков инвестора в процессе осуществления брокерской деятельности, позволяющая корректировать действия инвесторов с использованием производных финансовых инструментов, и дающая возможность разрабатывать инвестиционные предложения с целью сокращения убыточности операций и формирования стабильной доходности вложений.

Данные положения диссертационной работы В.Ю. Цибульниковой служат достаточным основанием для вывода о вкладе в развитие научных и прикладных положений теории оценки рисков применительно к финансовым рынкам.

## Оценка содержания работы и ее завершенности

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения; список использованных источников включает 342 наименования; диссертационная работа содержит 240 страниц. Содержание и структура диссертации характеризуется логикой изложения и соответствует цели исследования – разработать теоретико-методические и практические основы совершенствования подходов к оценке рисков брокера и инвестора на основе подхода по совместному управлению рисками на фондовом рынке, позволяющие повысить эффективность инвестиций в различных условиях рынка и высокого риска.

В первой главе «Теоретические аспекты исследования финансовых рисков брокерской деятельности на фондовом рынке» выделены характеристики финансовых посредников (с. 15-16), дано описание брокерской деятельности, выделены ее особенности, и показано, что брокерская компания, как правило, сочетает одновременно несколько видов деятельности, в том числе – дилерскую (с. 17-19), систематизированы функции брокера на фондовом рынке (с.21-22). На основе анализа деятельности брокерских компаний, автором выделены ключевые финансовые потоки, приведены сравнительные данные по тарифам на услуги в разных странах (с. 25-26). Автором систематизированы данные и представлен сравнительный анализ некоторых показателей фондовых рынков по странам, что дает представление о перспективах развития российского рынка (с.28). В работе проведен анализ показателей фондового рынка России, графически представлены: динамика совокупных годовых оборотов на ПАО «Московская биржа» (с. 29, рис. 1.5), динамика совокупных годовых оборотов на фондовом рынке клиентов крупнейших инвестиционных компаний (с. 30, рис. 1.6), данные об общем количестве и количестве активных клиентов всех типов крупнейших инвестиционных компаний и клиентов физических лиц, зарегистрированных в системе торгов ПАО «Московская биржа» (с. 30-31, рис. 1.7, 1.8). Автором изучены различные трактовки понятий «риск» и «финансовый риск» (с. 33-37), что позволило выявить источники и причины возникновения финансовых рисков брокерской компании, определить необходимую совокупность финансовых рисков брокера, и сформировать авторский подход к их классификации (с. 38-46). В частности автором был выделен специфический риск брокера – риск поведения инвестора, который выражается в потенциальных прямых и косвенных убытках, а также в виде возможного дополнительного дохода компании (с.43). Выявлены и проанализированы различные рискообразующие факторы, которые способствуют возникновению финансовых рисков брокера, приведена их системная классификация (с.46-48), что позволило автору далее выделить ключевые финансовые риски в деятельности брокера (с.51-52). Изучив классификации видов инвесторов, автор предложил собственный подход к разделению инвесторам по типам (с.53-54), которая позволила определить область проведения исследования.

Автор выделил розничного инвестора в качестве объекта воздействия (с.56-59) и с учетом анализа рисков различных категорий инвесторов (с.59), показал, что риски категории неквалифицированных инвесторов – физических лиц должны быть в наибольшей степени подвержены управлению со стороны брокера (с.60-61). Проведенное исследование также основывается на законодательных положениях о защите прав и интересов инвесторов на финансовых рынках, что позволило автору установить прямую взаимозависимость внутренних и внешних финансовых исков брокера и инвестора между собой (с. 62-64). Схожесть целей брокера и инвестора (с. 66) позволила автору сформировать направления разработки авторского методического подхода по оценке совокупности финансовых рисков участников фондового рынка (с.67-68).

Во второй главе «Методические подходы к оценке и управлению финансовыми рисками брокерской компании и инвестора» рассмотрены известные подходы к оценке и управлению финансовыми рисками брокерской компании и инвестора (с. 69-75); выделена авторская классификация подходов к воздействию на риск (с. 72, табл. 2.1); изучена возможность применения методов оценки вероятности наступления потерь Value-at-Risk, основным результатом применения которых является определение размера возможного убытка (с.76-78). Рассмотрена возможность применения анализа эквити для оценки риска поведения инвестора (с.79-80), а также индикатора «настроений участников рынка» (с.80). Автор подробно рассмотрел методы вычисления волатильности цен финансовых активов и предположил, что данный подход можно использовать и для целей оценки эквити инвестора (с.81-82). С целью подкрепления актуальности разрабатываемого методического подхода, рассмотрены тенденции финансового риск-менеджмента за рубежом и в России, что обосновало необходимость разработки систем поддержки принятия решений в сфере оценки и управления рисками розничных инвесторов (с.83-86). Автор подробно изложил вводные данные и этапы разработанного методического подхода к оценке финансовых рисков брокера и инвестора (с.88-89). Первый этап заключается в определении целей управления и идентификации финансовых рисков брокера и инвестора (с.89-90). На втором этапе происходит формирование массива данных, необходимого для применения методик оценки рисков (с.91). В задачи третьего этапа входит формирование системы рискообразующих факторов, генерирующих финансовые риски брокера и инвестора согласно принципам системного анализа (с.92-94). На четвертом этапе необходимо выполнить оценку системы рискообразующих факторов, генерирующих финансовые риски брокера и инвестора, которая выполнена с помощью теории нечетких множеств (с. 94-100). На следующем этапе выполняется оценка рисков инвестиционных активов и рисков поведения инвестора, в результате которой производится отнесение выбранной совокупности финансовых рисков к соответствующим областям риска (с. 101-103, табл. 2.10). Автором разработана система показателей, используемых в модели оценки совокупности финансовых рисков брокера и

инвестора (с. 104-105, табл. 2.11, Рис. 2.5). Для оценки волатильности автор предлагает использовать разработанный им индикатор волатильности, основанный на сочетании метода расчета подразумеваемой волатильности и индикатора истинного диапазона (с. 106). Это находит отражение в авторском индикаторе риска ошибочного распределения инвестиций (WIR), который позволяет оценить вероятность наступления нежелательного отрицательного, или незапланированного положительного исхода для брокера и инвестора в результате распределения средств в финансовые активы (с.108-110). Обобщая рассмотренные этапы реализации методики управления финансовыми рисками брокера и инвестора автор сформировал комплексную схему авторского методического подхода (с. 112, рис. 2.6). Учитывая особенности управления финансовыми рисками брокера и инвестора, автор предложил подход к формированию опционных портфелей с целью снижения рисков инвестора (с. 113-), где отразил особенности операций с опционами в сочетании с базовыми активами (с.115-116) и предложил использовать модель «хеджирования волатильностью», которая не зависит от направления движения цены актива (с.118). Автор наглядно отразил схему процесса применения опционов при реализации подхода по снижению рисков инвестора представлена (с.119, рис. 2.7). Все это помогло автору разработать модель взаимодействия брокерской компании и инвестора с учетом частичного принятия финансовых рисков инвестора и показать ее отличия от существующей модели (с. 12-122, рис. 2.8, 2.9).

В третьей главе «Система поддержки принятия решений при оценке и управлении совокупностью финансовых рисков брокера и инвестора» представлена разработка инструментария практической реализации методического подхода автора к оценке финансовых рисков. Описание предлагаемой системы поддержки принятия решений «FinRiskManager» для оценки и управления ключевыми финансовыми рисками брокера и инвестора приведено на с. 124-130. Система учитывает ключевые потребности брокерской компании и инвестора на финансовых рынках, дает возможность оценить вероятность убытков и рассчитать необходимый инвестиционный портфель, который будет снижать финансовый риск. Для обоснования целесообразности применения авторского методического подхода к частичному принятию рисков инвестора в процессе брокерской деятельности, проведена его апробация и проанализированы полученные результаты (с. 131-148). Результаты применения системы отражены автором по совокупности показателей: оценка меры риска методами VAR для совокупности активов инвестора, расчет волатильности активов, расчет оптимального соотношения активов в текущем портфеле инвестора, анализ эквити инвестора. Рассмотрены данные о тестировании системы поддержки принятия решений на выборке из 100 клиентов брокерской компании (с.132-148), которые подтверждают целесообразность применения рекомендаций системы поддержки принятия решений инвесторами и способствуют улучшению соотношения риска и доходности. На с. 149 показан

экономический эффект от внедрения предлагаемой системы. Выявлено, что при следовании рекомендациям системы, инвесторы могут снизить финансовый риск (с.150-152). Исследован положительный эффект от применения опционных контрактов (с.153-154), которые позволяют оптимизировать соотношение риска и доходности. Диссертантом сформулированы рекомендации по развитию системы управления финансовыми рисками в брокерской деятельности (с. 155-158).

### **Значимость для науки и практики полученных автором диссертации результатов**

Теоретическая значимость для науки результатов диссертационной работы состоит в развитии теоретических, методических и практических основ теории оценки рисков на основе частичного принятия рисков инвестора в деятельности брокера на фондовом рынке как единой комплексной системы, позволившей автору предложить оригинальный подход к оценке финансовых рисков: развиты методы оценки рисков; уточнено содержание понятия «риск»; введено понятие «риск поведения инвестора»; разработана модель взаимодействия брокерской компании и инвестора с учетом частичного принятия финансовых рисков инвестора; разработан методический подход по оценке финансовых рисков брокера, возникающих в процессе осуществления деятельности на фондовом рынке и его инструментарий. Теоретические положения имеют эмпирическое обоснование, о чем свидетельствуют разработанный и апробированный автором практический инструментарий по оценке финансовых рисков. Практическая значимость заключается в разработке инструментария для реализации подхода автора к оценке финансовых рисков (система поддержки принятия решений).

### **Рекомендации по использованию материалов, результатов и выводов исследования**

Материалы диссертационного исследования могут быть использованы в образовательном процессе при подготовке учебно-методической литературы по дисциплине «Рынок ценных бумаг». Разработанный инструментарий оценки финансовых рисков может быть использован в практической деятельности частных инвесторов и других участников рынка на внебиржевом и на биржевом сегментах рынка ценных бумаг, а также в деятельности профессиональных участников рынка, в частности дилеров и брокеров.

### **Замечания и вопросы по диссертационной работе**

Отмечая высокую значимость, актуальность и новизну результатов диссертационного исследования, можно сделать ряд замечаний.

1. В первой главе на с. 35 автор приводит уточненное определение понятия «риск», при этом не понятно, чье определение взято за основу.

2. На с. 73 автор предлагает выделить «три подхода к оценке риска: сценарный, экспертный и статистический», при этом не обосновывает причины выбора этих подходов и необходимость выделения трех направлений. Представляется, что выбор указанных подходов должен иметь более объективное обоснование.

3. На с. 80 при рассмотрении особенностей оценки эквити инвестора, автор замечает, что «необходимо предложить статистический метод оценки состояния кривой эквити, на основании которого брокер мог бы осуществлять количественный анализ возможных будущих рисков инвестора». При этом, в приложении И приведены ключевые способы интерпретаций динамики кривой эквити для оценки эффективности действий инвестора. Возникает вопрос, для чего автору необходим дополнительный статистический метод оценки состояния кривой эквити? И почему нельзя использовать уже имеющиеся подходы?

Указанные замечания и вопросы носят уточняющий характер и не снижают научной и практической значимости исследования, а также общего положительного впечатления и положительной оценки выполненной работы, подтверждающей высокий квалификационный уровень соискателя.

### **Квалификационное заключение на диссертационную работу**

Диссертационная работа Цибульниковой Валерии Юрьевны является завершенной научно-квалификационной работой, выполненной автором самостоятельно, в которой содержится решение научной задачи оценки финансовых рисков, как брокера, так и инвестора при их взаимодействии в условиях высокого риска на фондовом рынке через совершенствование механизма управления риском, имеющим существенное значение для развития теории инвестиций и оценки рисков на финансовых рынках.

Диссертационная работа обладает внутренним единством, содержит научные результаты и положения, выдвигаемые для публичной защиты. Все основные выводы и защищаемые положения представляются обоснованными и не вызывают сомнений.

В тексте присутствуют сформулированные выводы к каждой главе, таблицы и рисунки, иллюстрирующие полученные результаты и выводы. Текст автореферата соответствует содержанию диссертационной работы, в котором отражены основные результаты работы, показан вклад автора в проведенное исследование, научная новизна, теоретическая и практическая значимость полученных результатов исследования.

В публикациях автора в полной мере раскрыты научные результаты диссертационной работы, которые свидетельствуют о личном вкладе диссертанта в науку.

Таким образом, рассматриваемая диссертационная работа полностью соответствует критериям Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 24 сентября 2013 г. № 842 «О порядке присуждения ученых степеней», а ее автор — Цибульникова Валерия Юрьевна — заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 — Финансы, денежное обращение и кредит.

Диссертация Цибульниковой Валерии Юрьевны и отзыв ведущей организации обсуждены на заседании кафедры «Экономика, финансы и кредит» (протокол № 1 от 2 сентября 2016 г.).

Заведующий кафедрой «Экономика, финансы и кредит»,  
доктор экономических наук,  
профессор  
тел.: +7 (3852) 29-08-71;  
e-mail: yu.shvetsov@mail.ru

Швецов Юрий Геннадьевич

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Алтайский государственный технический университет им. И.И. Ползунова»; 656038, г. Барнаул, проспект Ленина, д. 46, (3852) 290-710, <http://www.altstu.ru>