

ОТЗЫВ

официального оппонента

на диссертацию Цибульниковой Валерии Юрьевны
«Оценка финансовых рисков в процессе взаимодействия брокера и инвестора»,
представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по
специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертационная работа Цибульниковой В.Ю. на тему: «Оценка финансовых рисков в процессе взаимодействия брокера и инвестора» посвящена развитию и совершенствованию теоретических, методических и практических основ оценки рисков при инвестировании на фондовом рынке на основе сочетания подходов по совместному управлению рисками брокера и инвестора, разработке методического подхода и инструментария его реализации, позволяющих повысить эффективность брокерской деятельности и инвестиций участников рынка, а также разработке системы поддержки принятия решений по оценке совокупности финансовых рисков инвестора.

Актуальность темы исследования объясняется объективными изменениями на фондовом рынке, связанными с необходимостью повышения интереса инвесторов к фондовому рынку, защиты действий инвесторов в условиях высокого риска и неопределенности, повышения уровня финансовых знаний и навыков, а также с необходимостью развития фондового рынка России.

Для повышения эффективности инвестиций участников фондового рынка требуется совершенствование подходов к выявлению и оценке финансовых рисков как брокерских компаний, так и инвесторов и научно обоснованный выбор иных, более совершенных методов и инструментов ведения торговых операций, позволяющих учесть разнообразные риски выполнения операций. Все эти аспекты нашли отражение в данном исследовании.

Степень обоснованности научных положений и выводов:

Задачи, поставленные в диссертационной работе (стр. 9-10) указывают на различные стороны теоретико-методологической разработки исследуемой проблемы, а именно:

1. Проанализировать виды финансовых рисков, которым подвержена брокерская компания на фондовом рынке, и уточнить отдельные понятия видов финансовых рисков для компании.
2. Выявить комплекс специфических рисков инвестора, которые оказывают влияние на финансовую устойчивость брокерской компании.
3. Предложить комплексный подход к учету финансового риска, который отражал бы специфику брокерской деятельности и многообразие различных подходов к оценке риска.
4. Разработать алгоритм оценки финансовых рисков на основе предложенного подхода к учету риска.
5. Разработать систему поддержки принятия решений по оценке и управлению финансовыми рисками брокерской компании, позволяющую анализировать операции клиентов и определять инструменты и методы

хеджирования совокупного инвестиционного портфеля на основе производных инструментов, оценивать эффективность использованных методов.

6. Провести вычислительные эксперименты на основе статистических данных о котировках ценных бумаг российского и мирового фондового рынка для анализа эффективности применения разработанной системы поддержки принятия решений на практике.

Категориальный анализ понятий «риск», «финансовый риск» проведенный в работе (стр. 34-36), позволил автору уточнить классификацию финансовых рисков, как для брокера, так и для инвестора (стр. 37-46), и выявил, что помимо стандартных финансовых рисков, брокерской деятельности свойственен и ряд специфических рисков. Одним из таких рисков автор выделил риск поведения инвестора (стр.43). Кроме того, на основе системного подхода, автором выявлены и сформулированы рискообразующие факторы, которые оказывают влияние на возникновение совокупности финансовых рисков у брокера и инвестора (стр.47-48). Изучив специфику проявления каждого финансового риска, автор выявил взаимосвязь рисков брокера и инвестора и показал, перекрестное влияние рисков брокера и инвестора на финансовый результат деятельности друг друга (стр.51-52).

На основе изучения особенностей деятельности инвесторов на фондовом рынке, в частности: снижение количества активных инвесторов на российском фондовом рынке, низкий срок жизни клиента, высокие риски при совершении торговых операций, отсутствие развитого института инвестиционных советников и т.п., автор обосновал необходимость и уточнил классификацию видов инвесторов (стр. 54), выделил их риски и показал необходимость снижения рисков инвесторов с использованием ресурсов брокерской компании (стр.56-67).

Автор провел анализ существующих подходов к оценке и управлению финансовыми рисками брокерской компании и инвестора, который выявил определенные их достоинства и недостатки и позволил сформулировать ряд требований к авторскому методическому подходу (стр. 69-77).

Кроме того, автор предложил применение совокупности моделей value-at-risk для оценки степени инвестиционного риска, и показатель эквити, как критерий оценки риска инвестора (стр.76-80). Основываясь на том, что при оценке финансовых рисков брокера и инвестора присутствуют как качественные, так и количественные оценки, которые необходимо сравнивать в совокупности, автор предложит применение аппарата теории нечетких множеств для выявления уровня риска (стр.94).

Используя теорию систем, автор предложил методический подход к оценке и управлению частью финансовых рисков брокера и инвестора (стр. 90-94).

Реализуя модель процесса оценки рискообразующих факторов на основе теории нечетких множеств, автор привел их количественные оценки, сформировал логические правила модели, рассчитал ключевые финансовые риски, оказывающие наибольшее воздействие на результат деятельности брокера и инвестора (стр.95-100).

Автор также выделил области риска для участников инвестиционной деятельности, для каждой из которых определил целесообразность воздействия (стр.103).

В работе также уделено внимание волатильности финансовых активов, поскольку именно этот фактор оказывает существенное влияние на возникновение финансовых рисков при инвестировании. Основываясь на анализе существующих подходов к оценке волатильности финансовых активов, предложен авторский индикатор ее оценки (стр. 105-106).

Также автор предложил использовать индикатор риска ошибочного распределения инвестиций (WIR), который позволяет дать количественную оценку вероятности наступления нежелательного отрицательного, или незапланированного положительного исхода для брокера и инвестора в результате распределения средств в финансовые активы. Автор обосновывает применение данного индикатора наличием нескольких ключевых рискообразующих факторов, которые необходимо оценивать одновременно, чтобы определить риски, как для инвестора, так и для брокера (стр. 108-110).

Для снижения рисков инвесторов, автор предложил использовать подход по формированию хеджирующих опционных портфелей, которые отличаются меньшим риском и меньшими затратами на реализацию (стр. 113-119).

В работе на основе исследования и систематизации подходов к оценке и управлению рисками, разработана и предложена авторская модель совершенствования взаимодействия брокерской компании и инвестора с учетом частичного принятия финансовых рисков инвестора (стр.120-122).

Отличительной особенностью работы является разработка системы поддержки принятия решений для оценки финансовых рисков брокера и инвестора, которая отличается набором совокупности показателей для оценки, а именно: набор моделей value-at-risk, анализ эквити, анализ волатильности, возможность формировать и оценивать доходность опционных портфелей (стр. 124-130).

Сформулированы преимущества авторской системы поддержки принятия решений: учет ключевых потребностей брокерской компании, а также любого инвестора на финансовых рынках, возможность оценить вероятность убытков и рассчитать необходимый инвестиционный портфель, который будет снижать финансовый риск, возможность работать с любыми данными, отсутствие платы за использование, простота в понимании и наглядность, прогноз результата (стр.124).

Проведенная апробация авторского методического подхода и анализ результатов тестирования системы поддержки принятия решений, позволили сделать вывод об эффективности предложенных показателей и методов оценки финансовых рисков и подтвердили целесообразность совместного управления рисками брокера и инвестора (стр. 131-155).

Можно считать, что поставленные автором задачи решены, и позволили достигнуть цель исследования:

- разработать методический подход к оценке финансовых рисков брокерской компании, возникающих в процессе осуществления деятельности на фондовом рынке, позволяющего снизить убытки инвестора, повысить

эффективность управления в условиях нестабильного рынка при применении производных финансовых инструментов, увеличить доход брокерской компании от предоставления услуг (стр.9).

Научная новизна заключается в расширении теоретической и методической базы при выявлении и оценке финансовых рисков брокерских компаний и инвесторов, и в обосновании направлений развития способов оценки и управления данными видами риска (стр.11-12).

Теоретический научный вклад автора состоит в том, что им сформулированы подходы по развитию теорий управления финансовыми рисками, и выявлена совокупность рисков брокерских компаний и инвесторов на фондовом рынке, а также определены их взаимосвязи и произведена системная оценка.

Это помогло автору разработать и представить модель альтернативного подхода к оценке спектра финансовых рисков на основе моделей Value-at-risk, предложить и реализовать подход к вычислению степени риска инвестора для брокерской компании на основе исторических данных, с использованием вычислительного аппарата нечеткой логики. Что составляет основу методологического научного вклада автора. Этот вклад дополняется разработанным методическим подходом и инструментарием для практической реализации системы поддержки принятия решений в процессе оценки и управления финансовыми рисками брокерской компании.

Использование новых модели, подхода и методики обеспечило возможность апробировать систему поддержки принятия решений в условиях реального рынка, на реальных клиентах брокерской компании.

Достоверность выводов, предложений и рекомендаций автора подтверждается публикациями в открытой печати, в том числе в ведущих рецензируемых научных изданиях, рекомендуемых ВАК. Основные выводы нашли отражение в 17 работах, в том числе в 1 учебно-методическом комплексе и 3 статьях в журналах ВАК РФ. География апробации результатов исследования охватывает Томск, Новосибирск, Москву, Уфу. Получено Свидетельство о регистрации программы для ЭВМ (Роспатент).

Практическая значимость результатов исследования:

Теоретические положения и основные выводы диссертации имеют практическую значимость. Сделанные в работе выводы, обладающие признаками научной новизны, могут быть использованы:

- в практике инвестирования на фондовом рынке в практике инвесторов, брокеров, дилеров;
- во внешней экономической деятельности инвестиционных банков и предприятий;
- при разработке и реализации мер по защите прав и инвесторов частных инвесторов;

- при разработке новых учебных программ по ряду дисциплин, изучаемых в высших учебных заведениях соответствующего профиля.

В целом работа оставляет очень хорошее впечатление, тема имеет очень высокую степень сложности, так как связана с необходимостью глубокого изучения математических методов в экономике. Автором использован достаточный перечень источников (342, в т.ч. 106 - иностранных), теоретические положения проиллюстрированы статистическими данными, расчетами, рисунками, имеется 15 приложений, сделаны выводы.

При несомненных достоинствах работы, ей присущи некоторые **недостатки:**

1. Автор исследует фондовый рынок и взаимодействие его участников, при этом в результатах апробации системы и выводах работы автор использует инструменты, относящиеся к валютному рынку - «золото» (стр. 138-145), что вызывает некоторое непонимание.

2. По некоторым таблицам и рисункам не указаны источники информации, хотя иногда они прослеживаются в тексте, например, стр.21, таблица 1.1, стр. 23, рис.1.1, стр. 25, рис. 1.4 и т.д.

3. На стр. 25 автор утверждает, что «Специфика работы брокерских компаний в России определяет ограниченную степень ответственности их сотрудников, в частности персональных брокеров». При этом отсутствуют подтверждения данного факта какими-либо нормативно-правовыми документами, или иными источниками информации. Хотя следует отметить, что после принятия данного факта, последующие разъяснения вполне логичны и понятны.

4. В таблице 1.8 автором приведено описание наиболее существенных рискообразующих факторов (стр.48). Возникает вопрос по поводу набора критериев существенности, на основании чего данные рискообразующие факторы были выделены.

5. Автором приведена классификация способов воздействия на риск (стр. 72, табл. 2.1), которая не поясняет, для какой категории субъектов и видов рисков действительна данная классификация.

Вместе с тем, научные результаты, полученные при исследовании вопросов оценки и управления финансовыми рисками брокера и инвестора на фондовом рынке можно считать значимыми с теоретической, методологической и практической точки зрения.

Очевидно, что автор проделал серьезную работу, сделав акцент на совершенствование подходов к оценке рисков, вполне логично изложил материал, достаточно полно изучил необходимую литературу, обобщил практику и избрал, на наш взгляд, правильные, научно обоснованные методы исследования. Это позволило ему сделать ряд отличающихся научной новизной выводов, внести предложения по совершенствованию теории, методологии и инструментов инвестирования на фондовом рынке. Научная новизна диссертационного исследования Цибулькиковой В.Ю. определяется выбором темы и кругом выносимых на защиту положений.

Диссертационное исследование базируется на достаточно солидной теоретической, методологической и эмпирической основе. Выводы автора представляются правильными и вполне логичными. Структура работы включает в себя введение, три главы, заключение, библиографию и приложения. Разделы диссертации взаимосвязаны, но вместе с тем каждая из глав носит завершённый характер и имеет самостоятельные выводы и предложения.

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

Таким образом, диссертация представляет собой профессиональную, самостоятельную, целостную научно-квалификационную работу, соответствующую разделу 3. Финансы хозяйствующих субъектов (п.3.11. «Исследование внутренних и внешних факторов, влияющих на финансовую устойчивость предприятий и корпораций» и п. 3.19. «Теория принятия решений и методы управления финансовыми и налоговыми рисками»), а также разделу 6. Рынок ценных бумаг и валютный рынок (п. 6.18. «Специфика функционирования, институциональные основы и механизмы различных сегментов рынка ценных бумаг») паспорта специальности ВАК 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит», в которой на основании выполненных автором исследований, разработаны теоретические и методические положения, совокупность которых можно квалифицировать как решение научной задачи, имеющей важное социально-экономическое значение для развития теории инвестиций и финансовых рынков.

Диссертационная работа Цибульниковой Валерии Юрьевны «Оценка финансовых рисков в процессе взаимодействия брокера и инвестора» соответствует критериям Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 24 сентября 2013 г. № 842 для научных исследований на соискание ученой степени кандидата экономических наук, а ее автор - Цибульникова Валерия Юрьевна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит».

Официальный оппонент

кандидат экономических наук,
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования «Национальный исследовательский Томский
политехнический университет»,
доцент кафедры менеджмента,
Россия, 634050, г. Томск, проспект Ленина, дом 30;
(3822) 60-63-33; tri@tri.ru

А. Б. Жданова
(Анна Борисовна Жданова)

Верно
Ученый секретарь
Ученого совета ТПУ
«13» сентября 2016 г.

О.А. Ананьева

