

В диссертационный совет Д.212.267.11,
созданный на базе Национального
исследовательского Томского
государственного университета

ОТЗЫВ

официального оппонента

на диссертацию Цибулькиной 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

Общая характеристика работы

Работа изложена на 240 страницах текста, включая приложения, библиографический список. Цели и задачи диссертационного исследования определили структуру диссертационной работы, которая включает: введение, 3 главы, заключение, приложения. Иллюстративно-справочный материал не перегружает основное содержание: представлен 63 таблицами и 57 рисунками. В списке литературы имеется 342 наименования (в том числе 106 – на иностранном языке), что подтверждает тот факт, что соискатель привлек достаточно большой массив источников по теме исследования. Основное содержание диссертации отражено в 17 научных публикациях, включая 3 статьи в ведущих рецензируемых научных изданиях и журналах, определенных Высшей аттестационной комиссией Российской Федерации, автореферат диссертации.

Актуальность избранной темы

Актуальность темы представленного исследования обусловлена комплексом факторов, связанных с особенностями развития фондового рынка в России. Его сравнительно молодой возраст, пробелы в законодательной и нормативной базе, малое число инвесторов, недоступность для инвесторов многих современных финансовых инструментов ставят перед отечественными исследователями вопросы о поиске оптимальных решений, позволяющих преодолеть несоответствия современным требованиям экономической науки. Ввиду наличия высокой степени риска при совершении сделок с различными активами на фондовом рынке, научное сообщество достаточно широко обсуждает

способы снижения, хеджирования различных рисков, как инвесторов, так и профессиональных участников фондового рынка. В большей степени риски проявляются у неквалифицированных инвесторов, которые ввиду отсутствия профессиональных знаний, навыков, могут осуществлять вложения капитала в высоко-рискованные активы, участвовать в сомнительных сделках и т.п. Ряд сложностей в управлении рисками инвесторов на фондовом рынке заключается в том, что отсутствуют единые подходы к их оценке, нет четкого разграничения ответственности за финансовый результат между профессиональными участниками фондового рынка и инвесторами. Кроме того, тот факт, что ответственность за принятые решения полностью возлагается на инвестора, при достаточно низком уровне финансовой грамотности россиян, часто приводит к разного рода мошенничествам в финансовой сфере.

Все вышесказанное обуславливает теоретическую и практическую значимость представленной работы.

Кроме перечисленных практических аспектов существует теоретическое обоснование обращения внимания к поднятой в диссертации проблеме. В научной литературе до сих пор сохраняется определенный пробел, связанный с недостаточным изучением риск-менеджмента профессиональных участников фондового рынка и инвесторов. Это также обуславливает актуальность темы исследования.

Генеральная цель работы соискателя заключалась в разработке модели оценки финансовых рисков брокерской компании, возникающих в процессе осуществления деятельности на фондовом рынке при предоставлении услуг инвесторам.

Целью первого порядка выступило исследование особенностей брокерской деятельности и разработка методического подхода к оценке финансовых рисков брокерской компании, позволяющего снизить убытки инвестора, повысить эффективность управления в условиях нестабильного рынка при применении производных финансовых инструментов, увеличить доход брокерской компании от предоставления услуг.

Для достижения поставленной цели автором поставлены и успешно решены **следующие задачи:**

1. Проанализированы виды финансовых рисков брокерской компании, выявлена их взаимосвязь, уточнены отдельные понятия видов финансовых рисков для компании.

2. Предложен комплексный подход к учету финансового риска, отражающий специфику брокерской деятельности и многообразие различных подходов к оценке риска.

3. Разработан алгоритм оценки финансовых рисков на основе предложенного подхода к учету риска.

Целью второго порядка выступило исследование особенностей деятельности частного инвестора на фондовом рынке при взаимодействии с брокерской компанией, и разработка подхода по снижению убыточности сделок на фондовом рынке.

Для достижения поставленной цели автором поставлены и успешно решены **следующие задачи:**

1. Выявлен комплекс специфических рисков инвестора, которые оказывают влияние на финансовую устойчивость брокерской компании.

2. Разработана система 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.

3. Выполнены 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.

В качестве **объекта** исследования выступили финансовые риски профессиональных участников фондового рынка, возникающие в процессе взаимодействия с инвесторами. **Предметом** исследования являлась совокупность методов оценки финансовых рисков в части воздействия на эффективность деятельности профессиональных участников фондового рынка и инвесторов.

Материалы диссертационной работы В.Ю. Цибульниковой, ее выводы и рекомендации отличаются теоретической обоснованностью. Автор в процессе исследования использует такие методы научного познания как анализ и синтез, наблюдение, классификация, экспертные оценки, статистические и математические методы. При решении поставленных задач использованы методы математической статистики, методы нечеткой логики, теории принятия решений, методы оптимизации.

Представленная к защите работа необходимым образом структурирована: она состоит из введения, отображающего общие положения работы; трех взаимосвязанных глав, решающих поставленные автором задачи; заключения, обобщающего полученные выводы и результаты.

В первой главе на основе подробного анализа научной литературы рассмотрены и обобщены виды финансовых рисков брокерских компаний, исследован зарубежный опыт (С. 15-52), проанализирована структура рисков инвесторов и выявлена их взаимосвязь с рисками брокера (С. 64); систематизирована классификация видов инвесторов (с.54) и раскрыты особенности проявления финансовых рисков и их влияние на результат брокерской деятельности (с. 66).

Во второй главе на основе научной литературы, проведен всесторонний анализ существующих подходов к оценке и управлению финансовыми рисками в брокерской и инвестиционной деятельности (С. 69-86), сформирован авторский методический подход к оценке и управлению финансовыми рисками брокера и инвестора, который отличается тем, что содержит комплекс методов, направленных на совместное управление их финансовыми рисками (С. 87-112). На базе результатов эмпирического исследования, полученных автором в процессе изучения указанных проблем, разработан авторский подхода по снижению рисков инвестора и брокера с помощью опционных контрактов, который является дополнительным преимуществом работы (С. 113-122)

В третьей главе предложена разработанная автором система поддержки принятия решений при оценке и управлении рисками брокера и инвестора (С. 124-130), обосновывается и формулируется проблема необходимости воздействия на финансовый риск инвестора (С. 136-148), исследуются результаты тестирования системы (С. 149-154), позволяющие утверждать, что ее применение оказывает положительный эффект на финансовый результат инвестиционной деятельности участников рынка ценных бумаг. Предложены и экономически обоснованы практические рекомендации по развитию системы оценки и управления финансовыми рисками брокера и инвестора (С. 155-158).

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

Научные положения, выводы и рекомендации, сформулированные в диссертации, в достаточной степени обоснованы и достоверны. Автор использовал обширный набор как общенаучных, так и частных методов исследования. При этом особенностью представленной работы является наличие системного подхода к анализу рисков брокера и инвестора (с. 92-93). Опора на методологический инструментарий теории систем имеет определенные сравнительные преимущества в контексте специфики исследования. В этой связи можно отметить, что ведущие исследователи в области финансов и инвестиций

отмечают определенную взаимосвязь рисков брокеров и инвесторов (Д. Аккерлоф, У. Шарп и др.). Особое внимание автором уделено исследованию методов оценки финансовых рисков, поскольку от этого зависит качество последующего управления ими. Значительное влияние на применяемые сегодня современные методы оценки рисков, оказали разработки J.P.Morgan, сочетающие различные меры риска с помощью методики Value-at-Risk. Самостоятельным вкладом автора выступило то, что автор адаптирует этот подход к решению задачи оценки и управления рисками инвестора на основе анализа его торговых операций (с. 104-110). Комплекс характерных для данной области исследования качественных методов дополняется соответствующими специфике работы количественными инструментами исследования. Для эмпирического анализа различных по своей природе рисков брокера и инвестора автор также использовал методологию анализа нечетких множеств. Автор предпринял попытку анализа совокупности количественных и качественных характеристик финансовых рисков (С. 90-111), что можно отнести к элементам научной новизны.

Ценными с практических позиций также представляются результаты исследования работы системы поддержки принятия решений, которая позволяет оценивать различные инвестиционные риски и подбирать оптимальный инвестиционный портфель исходя из совокупности критериев. Заслуга соискателя состоит в том, что им доказано, что ее применение оказывает положительный эффект на финансовый результат инвестиционной деятельности участников рынка ценных бумаг. При этом автор опирается на обширный круг источников и литературы, как на русском, так и на английском языке. Баланс этих двух групп источников отражает специфику исследовательской проблемы. Поскольку речь идет об исследовании отечественного рынка ценных бумаг, то преобладают русскоязычные источники (236 работ). В то же время данное направление базируется на рецепции «западных» концепций, поэтому возникает необходимость в достаточно широком использовании англоязычных источников (106 работ). Сопоставление и критический анализ различных конкурирующих подходов усиливает обоснованность выводов автора. Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций работы также подтверждается апробацией её результатов на международных научных конференциях. Основные положения диссертации представлены в 17 опубликованных работах, в том числе 3 научных работы объемом 2,01 п.л. в журналах, включенных в Перечень рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук.

Научная новизна положений, выводов и рекомендаций сформулированных в диссертации

В диссертации сформулированы и обоснованы следующие положения, характеризующиеся научной новизной. Автору удалось на основе использования наукометрических методов исследования предложить и в достаточной степени обосновать альтернативный подход к определению совокупности финансовых рисков брокерской компании, и показать системность взаимосвязи этих рисков. Проведя содержательный анализ существующих методик и подходов по оценке рисков, В.Ю. Цибульникова доказала, что применение способа оценки финансовых рисков брокера и инвестора на основе математического аппарата нечетких множеств, является наиболее эффективным, поскольку он позволяет измерить влияние совокупности ключевых рисков на результат брокерской деятельности с учетом качественных и количественных характеристик.

Достаточное обоснование получил в работе предложенный автором подход к учету финансового риска инвестора в брокерской компании на основе анализа торговых операций клиентов, который содержит показатели эквити и «риск ошибочного распределения инвестиций». Анализ данных критериев дает возможность оценить степень риска инвестиционных действий и решений инвестора, для их последующей коррекции и снижения рисков брокера. Автором также разработан методический подход по снижению рисковости торговых операций инвесторов, который основан на стратегии частичного принятия их финансовых рисков в процессе осуществления брокерской деятельности, позволяющий корректировать действия инвесторов с использованием производных финансовых инструментов. При этом он достаточно успешно применила методику стоимостной оценки рисков инвестора, встроенную в процесс управления финансовыми рисками брокера.

Замечания и рекомендации по диссертационной работе

Рецензируемая диссертационная работа В.Ю. Цибульниковой является весомым вкладом в разработку теории риск-менеджмента и оценки финансовых рисков профессиональных участников фондового рынка, но ряд положений можно отнести к недостаткам, требующим дополнительного обоснования:

1. Финансовый результат брокера у соискателя взят с позиции бухучета как прибыль/убытки, тогда как в зарубежном финансовом менеджменте рассматривается прирост стоимости бизнеса. Итоговый показатель в авторской

модели – финансовая устойчивость, а не чистые активы или собственный капитал. Не ясно, почему именно эта группа показателей анализа финансовой отчетности выбрана как интегральный финансовый индикатор, а не платежеспособность, деловая активность, рентабельность и др.?

2. Автор не дает четкого разграничения понятиям «подход», «методический подход», «способ», во многом эти понятия у автора отождествляются. Так в формулировке цели работы написано, что она состоит в «разработке методического подхода к оценке финансовых рисков брокерской компании» (с.9). При формулировании пункта научной новизны сказано, что «Предложен способ оценки финансовых рисков брокера» (с. 11). Далее по тексту есть похожие несоответствия.

3. Требуют дополнительного обоснования предложенные автором интервальные оценки рискообразующих факторов. Непонятно, почему в разных интервалах численные оценки даются с «перекрытием» интервальных значений (с. 96, табл. 2.7). Дополнительной аргументации и уточнения заслуживают: определение риска как «результата некоего события» (С. 35), рассмотрение финансовых рисков, в том числе банковских (С. 38), понятие «инвестиционная прибыль» (С. 43).

4. На С.43 автор пишет, что «учет интересов инвестора – это возможность разработать синергетический подход двухстороннего управления финансовыми рисками брокера». При этом в тексте не приводится ни теоретического, ни методологического подкрепления выдвинутой гипотезе. Также отсутствует анализ литературных источников по синергии. В связи с чем утверждения автора являются дискуссионными и подлежат дополнительному обоснованию.

5. Предложенный автором способ определения волатильности, сочетающий методику расчета индикатора подразумеваемой волатильности и истинного диапазона требует дополнительного обоснования (с. 105-106), поскольку остается неясным вопрос, на основании чего выбраны именно эти методы, и почему их сочетание способно дать наилучший результат.

6. В автореферате несколько расширенным представлен объект исследования, вероятно, его можно было бы сузить до профессиональных участников фондового рынка России или даже указать на детальные апробации, как то: ЗАО «ИнвестАгент», хотя при анализе привлекаются и другие организации – ФГ «Брокеркредитсервис», ЗАО «Финам» (С. 9, 29) и проведен сравнительный анализ показателей фондовых рынков Китая, США, Великобритании (С. 28).

В качестве направлений дальнейшего развития темы исследования, можно указать следующие моменты:

1. На С. 19 диссертации соискатель поддерживает точку зрения ученых, считающих, что на фондовом рынке брокерская деятельность не может существовать отдельно от дилерской. Инструментарий (модели) оценки рисков должен быть дифференцирован для брокеров и брокеров-дилеров и участников валютнообменных операций.

Соискателю можно было бы задать ряд уточняющих вопросов:

1. Риск поведения инвестора – это разновидность делового риска? (С. 43 дис.) или может рассматриваться и в рамках криминального, нравственного, или морального риска?

2. Каковы предельные значения вероятности риска: допустимого (10%), критического (1%), катастрофического (0,1 %) при принятии решения по сделкам на финансовых рынках?

3. Почему в качестве инструментария, бесспорно, современного и способного включать качественные параметры в модель, выбран именно аппарат нечетких множеств, а не к примеру, нейросетевое моделирование (С. 14-16 автореф.)?

Отмеченные замечания не влияют на общую положительную оценку проведенного В.Ю. Цибульниковой исследования.

Рекомендации по использованию результатов и выводов диссертации

Практическая значимость диссертационного исследования состоит в возможности использования его выводов и результатов в целях совершенствования подходов к оценке и управлению рисками профессиональных участников фондового рынка, при выработке рекомендаций и программ повышения эффективности их деятельности, проектов и программ организации систем управления рисками инвесторов в брокерских компаниях, разработке аналитических, методических и практических материалов для заинтересованных субъектов.

Материалы диссертации также могут быть использованы в образовательном процессе в образовательных организациях, осуществляющих подготовку специалистов, бакалавров и магистров в области финансовых рынков.

Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о порядке присуждения ученых степеней

Критерий самостоятельности. Диссертация является самостоятельным исследованием, что подтверждается серией авторских публикаций в рамках темы работы. Все семнадцать публикаций, приведенных В.Ю. Цибульниковой в автореферате диссертации, выполнены в едином ключе и находятся в системной связи с диссертацией.

Отметим, что анализ публикаций по теме исследования в хронологическом порядке указывает на осознание автором четкого вектора научного поиска – от обоснования и формулирования противоречий в сфере фондового рынка (**Цибульникова В. Ю.** Классификация финансовых рисков брокерских компаний и их рискообразующих факторов для решения задач управления рисками [Электронный ресурс] // Современные проблемы науки и образования. – 2014. – № 4. – 10 с.), доказательства существования рисков и противоречий в сфере оценки и управления финансовыми рисками брокеров и инвесторов (**Цибульникова В. Ю.** О необходимости учета рисков инвестора в управлении брокерской деятельностью // Проблемы учета и финансов. – 2015. – № 1(17). – С. 31–34.) к разработке практических мер разрешения противоречий посредством разработки системы поддержки принятия решений для снижения указанных рисков (**Цибульникова В. Ю.** Риски частного инвестора в системе финансовых рисков брокерской компании // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2016. – № 2. – С. 225–241).

Критерий внутреннего единства. Диссертация логично выстроена и является законченным исследованием. Структура работы отличается четкостью построения и соответствует целям и задачам исследования. В работе соблюдены нормативные принципы соответствия: темы диссертации и паспорта научной специальности, поставленных целей, подцелей и задач и полученных результатов, содержания автореферата и содержания диссертации, содержания диссертации и содержания опубликованных работ.

Критерий научной новизны. Диссертация В.Ю. Цибульниковой представляет собой самостоятельное, логически завершенное исследование, которое вносит определенный научный вклад в развитие научных представлений о специфике оценки финансовых рисков участников инвестиционной деятельности на фондовом рынке, и регулировании финансовых отношений профессиональных и непрофессиональных участников рынка, возникающих в этой связи.

Соискателем поставлена актуальная для современного российского общества проблема, исследованы релевантные источники с использованием научной методологии, сделаны обоснованные и достоверные выводы, которые имеют теоретическую и практическую значимость. Об этом свидетельствуют полученные автором справки о внедрении результатов диссертационного исследования в работу инвестиционной компании ЗАО «ИнвестАгент», в учебный процесс АНО ДПО «Международная академия инвестиций и трейдинга», а также в образовательный процесс ФГБОУ ВО «Томский государственный университет систем управления и радиоэлектроники». Материалы диссертационного исследования также нашли отражение в Учебно-методическом комплексе «Финансовые рынки», на который получен гриф УМО Финансового университета при Правительстве РФ.

В рамках диссертационного исследования разработано и зарегистрировано программное обеспечение (Цибульникова В.Ю. Система поддержки принятия решения «FinRiskManager». Свидетельство о государственной регистрации программы для ЭВМ № 2015613421 от 16 марта 2015 г.).

Критерий соответствия формальным требованиям. Диссертация содержит необходимые для публичной защиты данные (положения, выносимые на защиту, рекомендации по использованию научных выводов и т.д.). Диссертация соответствует следующим пунктам паспорта специальности ВАК РФ 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»: 3.11. Исследование внутренних и внешних факторов, влияющих на финансовую устойчивость предприятий и корпораций, 3.19. Теория принятия решений и методы управления финансовыми и налоговыми рисками, 6.18. Специфика функционирования, институциональные основы и механизмы различных сегментов рынка ценных бумаг.

Отметим, что заключение работы выполнено корректно, показывает приращение научных знаний с позиции развития теоретических, методических и практических основ процесса управления финансовыми рисками брокера на основе методического подхода по оценке рисков при взаимодействии брокера и инвестора на фондовом рынке.

Цитирование выполнено корректно. Работа отвечает требованиям, предъявляемым к оформлению. Автореферат отражает основные положения диссертации. Автореферат и диссертация оформлены в соответствии со стандартами, ГОСТ Р 7.0.5–2008 «Система стандартов по информации, библиотечному и издательскому делу», ГОСТ Р 7.0.11–2011 «Диссертация и автореферат диссертации», ГОСТ 7.05-2008, ГОСТ Р 6.30-2003.

Диссертационная работа Цибульниковой Валерии Юрьевны «Оценка финансовых рисков в процессе взаимодействия брокера и инвестора» является научно-квалификационной работой, в которой содержится решение научной задачи, имеющей значение для развития теории финансов как отрасли знаний, и соответствующей критериям «Положения о присуждении ученых степеней», утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации №842 от 24 сентября 2013 года (ред. от 02.08.2016) для научных исследований на соискание ученой степени кандидата экономических наук. Автор диссертации, В.Ю. Цибульникова заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Официальный оппонент

доктор экономических наук, профессор,

Частное учреждение образовательная организация высшего образования

«Омская гуманитарная академия»,

проректор по международной деятельности, почетный работник ВПО РФ,
федеральный эксперт научно-технической сферы.

644105, г. Омск, ул. 4-я Челюскинцев, 2 «А»;

(3812) 68-35-88, (3812) 28-47-43;

ou_ogu@mail.ru



Олег Юрьевич Патласов

Олег Юрьевич Патласов

Верно:

Ученый секретарь ОмГА

О.В. Попова

О.В. Попова

«14» сентября 2016 г.