

В объединенный диссертационный совет Д 999.118.02 при ФГБОУ ВО «Уральский государственный экономический университет» и ФГАОУ ВО «Южно-Уральский государственный университет (национальный исследовательский университет)»

## ОТЗЫВ

официального оппонента, доктора экономических наук, доцента Семерниной Юлии Вячеславовны на диссертационную работу Кандаурова Дмитрия Владимировича, выполненную на тему: «Развитие методических подходов к оценке эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»

### **Актуальность темы исследования**

Кризисы 2008, 2014 и 2020 годов показали, что сильная зависимость отечественной экономики от экспорта сырья делает ее особенно восприимчивой к глобальным экономическим и финансовым шокам. Относительно небольшой размер российского фондового рынка и низкая степень отраслевого разнообразия рыночных финансовых инструментов, представленных на нем, делают международную диверсификацию единственным видом диверсификации, позволяющим существенно снизить риск инвестиционного портфеля без потери доходности.

С макроэкономической точки зрения, международное движение капитала позволяет повысить уровень конкуренции фирм за капитал. Поэтому, проведение отечественными инвесторами взвешенной политики по международной диверсификации портфелей позволяет сделать российскую экономику более конкурентной и эффективной.

В научной литературе представлены исследования, посвященные оценке эффективности международной диверсификации для абстрактного инвестора, тем не менее, отсутствуют методические разработки, адаптированные для управляющих паевыми инвестиционными фондами. В этих условиях большую значимость представляет развитие методического инструментария оценки эффективности инвестиционных решений,

учитывающего специфику финансовых взаимоотношений пайщиков и управляющей компании. Использование этого инструментария позволит управляющему открытым паевым инвестиционным фондом повысить обоснованность принимаемых решений в части выбора страновых рынков размещения капитала.

Из сказанного выше можно сделать вывод об актуальности темы диссертационного исследования Кандаурова Д. В. как с научной, так и с практической точек зрения.

### **Научная новизна рецензируемого исследования**

В диссертационном исследовании представлены следующие положения, обладающие новизной и выносимые на защиту:

1. На основе систематизации теоретических представлений о международной диверсификации, содержащихся в научной литературе (с. 13-25), исследовании статистики международного движения капитала (с. 26-32), и проведения терминологического анализа (с. 34-50) автором уточнено определение понятия «международная диверсификация» применительно к деятельности паевых инвестиционных фондов (с. 50). Под международной диверсификацией автор понимает метод повышения ожидаемой полезности инвестиционного портфеля для управляющей компании и пайщиков за счет включения в него в значительном объеме активов из нескольких стран, а также международных активов, напрямую либо опосредованно. В отличие от существующих дефиниций авторское определение учитывает специфику финансовых взаимоотношений между пайщиками и управляющей компанией и допускает возможность осуществления международной диверсификации опосредованно, путем инвестирования в активы, уже диверсифицированные по страновому принципу, например в акции транснациональных корпораций, паи инвестиционных фондов и др.

С целью определения группы паевых инвестиционных фондов, нуждающихся в разработке специализированного методического инструментария оценки эффективности международной диверсификации, автором проведен анализ существующих классификаций паевых инвестиционных фондов (с. 51-56). Существующее пространство классификационных признаков дополнено тремя новыми (с. 57-62). По степени вовлеченности менеджера ПИФа в процесс пересмотра рынков размещения капитала автор предлагает разделять ПИФы на фонды с пассивной и активной международной диверсификацией. В зависимости от цели международной диверсификации, предлагается разделять ПИФы на фонды, осуществляющие международную диверсификацию с целью: снижения риска, увеличения доходности, оптимизации соотношения

доходности и риска. По степени взаимосвязи чистого притока средств пайщиков и показателей доходности и риска, автор предлагает разделять ПИФы на фонды с высокой степенью взаимосвязи, фонды со средней степенью взаимосвязи, фонды с низкой степенью взаимосвязи. Расширение классификации паевых инвестиционных фондов позволило автору прийти к выводу о том, что методика оценки эффективности международной диверсификации для открытых ПИФов с активной международной диверсификацией должна учитывать зависимость чистого притока средств пайщиков в фонд от показателей доходности и риска (с. 62).

2. Автором представлен методический подход к оценке эффективности международной диверсификации открытого паевого инвестиционного фонда с активной международной диверсификацией (с. 79-103, 129-143). Методический подход базируется на системе показателей эффективности (с. 92-94), отражающих изменение риска, доходности, прироста стоимости чистых активов, а также среднеквадратического отклонения прироста стоимости чистых активов при изменении странового множества рынков размещения капитала. Важным элементом методического подхода является авторская модель взаимосвязи чистого притока средств пайщиков в фонд и показателей доходности и риска (с. 131-143). Отличительной особенностью авторской модели является включение в непараметрическую составляющую параметра риска в дополнение к доходности ПИФа, это позволяет повысить обоснованность выбора менеджером фонда оптимальной структуры инвестиционного портфеля при реализации методики оценки эффективности международной диверсификации.

3. Автором разработана методика оценки эффективности международной диверсификации (с. 143-151). В рамках авторской методики рассмотрена возможность применения менеджером ПИФа различных стратегий инвестирования (максимизация прироста стоимости чистых активов, минимизация риска, максимизация соотношения доходности и риска, максимизация ожидаемой полезности, инвестирование в портфель с равными весами). Методика оценки эффективности международной диверсификации предполагает применение модели доходности акций, в основе которой лежат конструкции из парных копул с авторским методом задания структуры ветвлений (с. 212-218). Авторский метод предполагает формирование структуры конструкции из парных копул по отраслевому и страновому принципу с использованием соответствующих фондовых индексов. Использование авторской модели доходностей акций позволяет



получать более точный прогноз динамики СЧА при оценке эффективности международной диверсификации.

Положения, выводы и рекомендации диссертационного исследования составляют вклад автора в приращение научного знания в области управления портфелем паевого инвестиционного фонда и имеют практическую значимость для управляющих открытыми ПИФаами.

### **Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации**

Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, представленных в диссертационном исследовании, определяется синтезом теоретических знаний в области управления портфелем открытого паевого инвестиционного фонда. Авторские выводы и рекомендации базируются на анализе и обобщении научных трудов в области оценки эффективности международной диверсификации и оптимизации инвестиционного портфеля российских и зарубежных авторов. Отправной точкой исследования теоретических основ международной диверсификации является анализ представленных в научной литературе определений диверсификации, в том числе международной (с. 34-51). Обоснованность авторского определения международной диверсификации для предметной области «управление портфелем паевого инвестиционного фонда» обеспечивается применением автором ГОСТ Р ИСО 704-2010 «Терминологическая работа» в качестве методологической базы терминологического анализа.

Кроме того, автором проанализированы существующие подходы к оценке эффективности международной диверсификации, а также классифицированы показатели оценки эффективности, представленные в научной периодике (с. 74-79). Автором достаточно подробно разобраны основные подходы к оптимизации инвестиционного портфеля (с. 63-73).

Применимость методических рекомендаций, полученных автором для российских открытых паевых инвестиционных фондов, обеспечивается учетом российского законодательства при их разработке (с. 51-53, с. 146).

Кроме того, обоснованность и достоверность результатов диссертационного исследования подтверждается апробацией авторских методических разработок с использованием исторических данных о характеристиках (возраст, ставка вознаграждения УК, минимальная сумма для инвесторов, которые впервые покупают паи через УК), стоимости чистых активов и стоимости пая российских открытых паевых инвестиционных фондов акций, а также данных о стоимости акций крупнейших отечественных и зарубежных (США) компаний в различных секторах экономики (с. 144-161).

Таким образом, использование релевантных статистических данных в совокупности с применением методического подхода, основанного на анализе достижений в исследуемой предметной области российских и иностранных исследователей, обеспечили обоснованность и достоверность научных положений, выводов и рекомендаций диссертации.

### **Научная и практическая значимость результатов, полученных автором**

Значимость диссертационного исследования для науки заключается в расширении и дополнении теоретических и методических аспектов управления портфелем открытого паевого инвестиционного фонда. Положения и результаты диссертационного исследования позволяют углубить представления о мотивах поведения менеджера открытого паевого инвестиционного фонда при выборе страновых рынков размещения капитала.

Практическая значимость диссертационного исследования заключается в возможности применения предлагаемого методического инструментария работниками управляющих компаний паевых инвестиционных фондов. Кроме того, результаты диссертационного исследования могут применяться брокерами и другими участниками рынка ценных бумаг при консультировании клиентов по вопросам приобретения паев паевых инвестиционных фондов и информировании их о мотивах, движущих менеджером паевого инвестиционного фонда при управлении инвестиционным портфелем.

Результаты, полученные автором диссертационного исследования, могут быть использованы в рамках учебной деятельности при преподавании таких дисциплин как «Рынок ценных бумаг», «Экономическая кибернетика», «Институты коллективных инвестиций».

### **Замечания по диссертации**

1. В диссертационном исследовании недостаточно проработан вопрос выбора бенчмарка для оценки результатов деятельности портфельного менеджера (избыточной доходности паевого инвестиционного фонда). Необходимо прояснить, предполагает ли авторский методический подход формирование бенчмарка на текущем множестве рынков размещения капитала, либо на текущем и альтернативном.

2. Несмотря на то, что автор определяет международную диверсификацию как метод повышения ожидаемой полезности инвестиционного портфеля ПИФа для управляющей компании и пайщиков (с. 50), непосредственно показатель ожидаемой полезности при оценке эффективности международной диверсификации не применяется, кроме того, автором не рассмотрена возможность применения и других показателей,



традиционно применяемых при оценке эффективности инвестиций, к такому относится: коэффициент Трейнора, Омега, Сортино, Модильяни и др.

3. Подходы к формированию структуры инвестиционного портфеля могут существенно варьироваться в зависимости от инвестиционной стратегии и портфельной политики открытого ПИФа. Кроме того, на методический инструментарий, используемый портфельными менеджерами, оказывает влияние размер управляющей компании (УК) и принятая в компании практика принятия управленческих решений и организации инвестиционного процесса. В связи с этим, автору следовало бы более четко обозначить ограничения применимости предлагаемого методического инструментария для различных категорий открытых паевых инвестиционных фондов.

4. Авторский методический подход к оценке эффективности международной диверсификации не учитывает различия в уровне ликвидности страновых рынков капитала. Между тем, ликвидность рынка может оказывать существенное влияние на качество применяемых моделей доходности и надежность получаемых оценок эффективности международной диверсификации.

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

Диссертационное исследование Кандаурова Д. В., выполненное на актуальную тему «Развитие методических подходов к оценке эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда» является самостоятельной и завершенной научно-квалификационной работой, обладает научной новизной, теоретической и практической значимостью. Выявленные недостатки не оказывают значимого влияния на общую высокую оценку работы и научную квалификацию автора.

По теме диссертационной работы автором опубликовано 13 научных работ, включая 7 статей в научных изданиях, входящих в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов ВАК РФ. Автореферат и опубликованные работы полностью отражают содержание и основные научные результаты диссертационного исследования, полученные автором.

Область исследования соответствует п. 6.1 «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов», п. 6.4 «Теория и методология проблемы портфельной политики в области ценных бумаг» паспорта специальности ВАК РФ 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Изложенное выше позволяет заключить, что диссертационная работа Кандаурова Дмитрия Владимировича на тему «Развитие методических подходов к оценке эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда» по содержанию, объекту, предмету исследования, теоретическому уровню, научной новизне и практическому значению соответствует требованиям, установленным п.п. 9-14 Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного постановлением правительства Российской Федерации от 24.09.2013 № 842. Автор диссертационного исследования Кандауров Дмитрий Владимирович заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Официальный оппонент:

Профессор кафедры

финансов и налогообложения

федерального государственного бюджетного

образовательного учреждения высшего образования

«Саратовский государственный технический университет

имени Гагарина Ю.А.»,

доктор экономических наук,

доцент

Семернина Юлия Вячеславовна

«24» сентября 2020 г.

Контактная информация официального оппонента Семерниной Ю. В.:

410054, г. Саратов, ул. Политехническая, 77, тел. +7 (845-2) 211 737

e-mail: ysemernina@yandex.ru

Подпись Ю.В. Семерниной заверяю:

Ученый секретарь Ученого совета  
СГТУ имени Гагарина Ю.А.



Н.В. Тищенко