

МИНОБРНАУКИ РОССИИ  
федеральное государственное  
бюджетное  
образовательное учреждение  
высшего образования  
«САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ  
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ  
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»  
(СПбГЭУ)

Садовая ул., д. 21, г. Санкт-Петербург,  
Россия, 191023

Тел.: (812)458-97-27; Факс (812)310-20-92  
e-mail: [rector@unecon.ru](mailto:rector@unecon.ru) <http://www.unecon.ru>

ОКПО 44353610 ОГРН 1129847034570

ИНН/КПП 7840483155/784001001

02.10.2020 № 1097  
На № \_\_\_\_\_ от \_\_\_\_\_

«УТВЕРЖДАЮ»

Проректор по научной работе  
федерального государственного  
бюджетного образовательного  
учреждения высшего образования  
Санкт-Петербургский Государственный  
экономический университет  
доктор экономических наук, профессор

\_\_\_\_\_ Е.А. Горбашко



«02» октября 2020 г.

## ОТЗЫВ

ведущей организации – ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет» на диссертацию Кандаурова Дмитрия Владимировича по теме: «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»

### 1. Актуальность темы исследования

Выбранная автором тема диссертационного исследования затрагивает одну из актуальных проблем в области управления портфелем паевого инвестиционного фонда. Во-первых, слабая отраслевая диверсификация российской экономики, высокий уровень риска и относительно небольшой размер фондового рынка делают международной диверсификацию особенно привлекательной для российских инвесторов. Во-вторых, применение политики международной диверсификации российскими инвесторами приводит к росту уровня конкуренции за капитал среди отечественных фирм, что способствует оздоровлению экономики. В-третьих, паевые инвестиционные фонды являются самым доступным механизмом размещения капитала на фондовом рынке для неквалифицированных розничных инвесторов. В-четвертых, снижение процентных ставок,

наблюдающееся последнее время, приводит к росту интереса россиян к паевым инвестиционным фондам рыночных финансовых инструментов, о чем свидетельствует положительный чистый приток средств вкладчиков в эти фонды в течение последних двух лет.

В научной литературе представлены исследования, посвященные оценке эффективности международной диверсификации, тем не менее, отсутствуют методические разработки, адаптированные для практического использования управляющими паевых инвестиционных фондов. Таким образом, большую значимость представляет развитие методического инструментария оценки эффективности международной диверсификации, учитывающего специфику финансовых взаимоотношений пайщиков и управляющей компании.

Из сказанного выше можно сделать вывод об актуальности темы диссертационного исследования Кандаурова Дмитрия Владимировича как с научной, так и с практической точек зрения. Диссертация автора является законченной научно-квалификационной работой, содержащей выводы и предложения, которые вносят вклад в дальнейшее развитие теории и методологии управления портфелем паевого инвестиционного фонда.

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

Целью диссертационного исследования Кандаурова Д. В. является развитие теоретических и методических подходов к оценке эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда. Поставленная автором цель отражает необходимость решения актуальных проблем управления портфелем паевого инвестиционного фонда.

Отталкиваясь от цели исследования, автором сформулирован перечень задач, требующих решения:

1) систематизировать теоретические положения оценки эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда

путем расширения классификации паевых инвестиционных фондов с учетом специфики финансовых взаимоотношений между пайщиком и управляющей компании и ограничения применимости инструментария управления портфелем для отдельных групп паевых инвестиционных фондов;

2) представить методические положения по оценке эффективности международной диверсификации портфеля открытого паевого инвестиционного фонда;

3) разработать методику оценки эффективности международной диверсификации портфеля на основе интегральных показателей для российских открытых паевых инвестиционных фондов акций.

Поставленная в работе цель и сформулированные задачи в полной мере соответствуют требованиям, предъявляемым к целям и задачам, реализуемым на уровне кандидатских диссертаций.

Обоснованным является выбранный автором диссертационного исследования объект исследования, а именно – процесс оценки эффективности международной диверсификации портфеля российских паевых инвестиционных фондов. Также автор обоснованно определил предмет исследования – методические подходы к оценке эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда и соответствующие инструменты управления открытыми паевыми инвестиционными фондами.

Объект и предмет исследования определили содержание, структуру и объем диссертационной работы. Структура диссертационного исследования Кандаурова Д. В. соответствует установленным требованиям. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и 10 приложений. Список источников включает 254 наименования, из которых 166 относятся к зарубежным авторам. Диссертация содержит 37 рисунков и 10 таблиц.

Диссертация является логически стройным и завершенным научным трудом, раскрывает выбранную автором тему и соответствует предметной

области исследования. Стил ь изложения, постановки и решения задач не вызывает возражений.

Во введении обоснована актуальность темы диссертационной работы; определены предмет и объект исследования; сформулированы его цель и задачи; раскрыта научная новизна, теоретическая и практическая значимость результатов, полученных автором.

В первой главе «Теоретические основы оценки эффективности международной диверсификации в управлении паевым инвестиционным фондом» соискателем определена экономическая роль международной диверсификации, проведено исследование статистики международного движения капитала и установлены внешние и внутренние противоречия в международном движении капитала. Кроме того, в первой главе автором исследовано содержание понятия «международная диверсификация» для такой предметной области как управление портфелем паевого инвестиционного фонда. По результатам проведенного анализа автором предложено определение международной диверсификации, учитывающее ее экономическую роль, специфику финансовых взаимоотношений между пайщиком и управляющей компанией, а также возможность использования портфельным менеджером фонда различных классов активов для проведения международной диверсификации.

Важным достижением соискателя является расширение классификации паевых инвестиционных фондов, которое позволило выявить группу фондов, наиболее заинтересованных в разработке специализированного методического инструментария оценки эффективности международной диверсификации, учитывающего специфику финансовых взаимоотношений между пайщиком и управляющей компанией. К этим фондам автором отнесены открытые паевые инвестиционные фонды с активной международной диверсификацией.

Во второй главе «Методические подходы к оценке эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда»

соискателем изучены подходы к формированию оптимальной структуры инвестиционного портфеля, а также проведен анализ существующих подходов к оценке эффективности международной диверсификации, что позволило сформулировать требования к системе показателей эффективности международной диверсификации. С учетом этих требований автором предложены методические положения к оценке эффективности международной диверсификации портфеля открытого паевого инвестиционного фонда. В заключение второй главы Кандауровым Д. В. проведено исследование подходов к моделированию взаимосвязи между притоком средств инвесторов в открытые паевые инвестиционные фонды и показателями доходности и риска, представленных в научной литературе. В результате проведенного анализа было установлено, что выпуклость взаимосвязи между чистым притоком средств пайщиков и доходностью была установлена для многих иностранных рынков капитала и требует подтверждения для российских открытых паевых инвестиционных фондов.

В третьей главе «Перспективные направления оценки эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда» проведено исследование характера взаимосвязи российского и иностранных фондовых рынков развитых и развивающихся стран. Выявленные свойства взаимосвязи доходностей отечественного и иностранных фондовых рынков позволили обосновать целесообразность использования конструкций из парных копул для моделирования доходностей российских и иностранных акций при проведении оценки эффективности международной диверсификации.

Значительное внимание в третьей главе Кандауров Д. В. уделяет исследованию взаимосвязи между чистым притоком средств пайщиков в российские открытые паевые инвестиционные фонды акций и показателями доходности и риска этих фондов. Результатом этого исследования послужило подтверждение выпуклого характера взаимосвязи чистого притока средств пайщиков и доходности фонда. Это позволило автору обосновать

целесообразность применения ядерной регрессии при моделировании указанной взаимосвязи в рамках проведения оценки эффективности международной диверсификации.

Основным результатом третьей главы является разработка и апробация авторской методики оценки эффективности международной диверсификации для российских открытых паевых инвестиционных фондов акций. Эмпирическая апробация предложенной методики позволила соискателю доказать эффективность международной диверсификации с использованием акций американских корпораций для российских открытых паевых инвестиционных фондов, осуществляющих вложения в долевые ценные бумаги публичных компаний, а также сформировать перечень методических рекомендаций по оценке эффективности международной диверсификации для менеджеров российских открытых паевых инвестиционных фондов.

В заключении диссертационной работы соискателем подведены итоги исследования, сделаны конкретные выводы и обобщены предложения по проведению оценки эффективности международной диверсификации для открытых ПИФов акций с различными стратегиями инвестирования.

В приложениях автором приведены результаты промежуточных расчетов, справочная информация и вспомогательные аналитические материалы.

Следует резюмировать, что глубокое и всестороннее изучение научной проблемы на основе научных трудов отечественных и зарубежных ученых, а также последовательный методологический подход к решению задач диссертационного исследования позволили автору получить комплексный и законченный научный труд.

В диссертации корректно применены исследовательские и аналитические методы, получившие широкое распространение. В частности, использованы такие общенаучные методы познания, как: категориальный анализ, терминологический анализ, аналогия и моделирование, методы системного, сравнительного, функционального и факторного анализа,

выявление причинно-следственных связей; экономико-статистические методы обработки информации.

В рамках исследования автором были использованы нормативно-правовые акты РФ; информационно-аналитические материалы Банка России, Института инвестиционных компаний (США); статистические данные НАУФОР о российских открытых паевых инвестиционных фондах акций; данные агентства Bloomberg о результатах торгов на российских и иностранных фондовых биржах, данные о значениях фондовых индексов, рассчитываемых Московской Биржей, биржей NASDAQ и корпорацией MSCI.

Таким образом, достоверность диссертационного исследования подтверждается:

- изучением теоретических основ исследуемой проблемы на основе научных трудов отечественных и иностранных ученых;
- изучением российской нормативно-правовой базы, регулирующей отношения в исследованной предметной области;
- логически выверенной структурой работы;
- использованием релевантных методов анализа и актуального статистического материала;
- обоснованностью выводов и рекомендаций.

Апробация результатов диссертационного исследования подтверждает их достоверность. Результаты исследования были широко представлены и обсуждены на международных и всероссийских научно-практических конференциях, по теме исследования опубликовано 13 научных трудов (авторский вклад 8,5 п.л.), в том числе 7 статей (авторский объем 4,8 п.л.) в научных изданиях, входящих в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов ВАК РФ.

Также обоснованность выводов и рекомендаций автора подкрепляется использованием основных результатов диссертационного исследования в практической деятельности ПАО «ЧЕЛЯБИНВЕСТБАНК» в рамках

осуществления деятельности по консультированию клиентов по вопросам приобретения паев ПИФов, Уральским филиалом ПАО Московская Биржа, а также в учебном процессе ФГБОУ ВО «ЮУрГУ (НИУ)», что подтверждается документами о внедрении.

Полученные результаты исследования, глубина их научной проработки и практической реализации свидетельствуют о том, что поставленные в диссертационной работе задачи решены, а обозначенная цель достигнута.

### **3. Достоверность и новизна научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации**

Проведенное исследование позволило автору аргументированно и доказательно сформулировать научную новизну, которая заключается в развитии теоретических, методических положений и разработке методических рекомендаций по оценке эффективности международной диверсификации для менеджеров открытых паевых инвестиционных фондов.

Во-первых, уточнено определение понятия международная диверсификация применительно к деятельности управляющего паевым инвестиционным фондом. Автор предлагает рассматривать международную диверсификацию как 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 (с. 48-51).

Во-вторых, автором расширена классификация паевых инвестиционных фондов тремя новыми классификационными признаками: по степени вовлеченности менеджера паевого инвестиционного фонда в процесс пересмотра рынков размещения капитала; по цели международной диверсификации; по степени взаимосвязи чистого притока средств пайщиков в фонд и показателей доходности и риска (с. 57-62).

В-третьих, представлен методический подход к оценке эффективности международной диверсификации портфеля открытого паевого



инвестиционного фонда, в том числе: разработаны методические положения по оценке эффективности международной диверсификации портфеля открытого паевого инвестиционного фонда (с. 80, 88-103); предложена модель чистого притока средств пайщиков в фонд как функция от показателей доходности и риска (с. 129-144).

В-четвертых, автором разработана методика оценки эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда, в основе которой лежит использование интегральных показателей для российских открытых паевых инвестиционных фондов акций, учитывающих выгоды, связанные со снижением риска и увеличением доходности портфеля. Эта методика предполагает возможность использования управляющим различных инвестиционных стратегий (с. 144-151). Заслуживает внимания авторский подход к формированию модели доходности акций на основе конструкций из парных копул (с. 212-218). Этот подход позволяет учитывать при моделировании доходности акций асимметричный характер взаимосвязи между страновыми фондовыми рынками, а также снизить негативное влияние временных ложных корреляций на результаты инвестирования.

Теоретическая значимость исследования заключается в уточнении сущности и специфики международной диверсификации портфеля как элемента управления паевым инвестиционным фондом. Теоретические и методические положения, представленные в работе, способствуют развитию представлений о мотивах менеджера паевого фонда, лежащих в основе диверсификации портфеля по географическому принципу, а также о процессе принятия им соответствующего решения.

Практическая значимость работы заключается в возможности использования полученных результатов сотрудниками компаний, управляющих паевыми инвестиционными фондами, в целях управления портфелем, диверсифицированным на международном уровне. Использование методических положений и инструментария, разработанного

в ходе исследования, позволяет менеджеру ПИФа оценить воздействие принимаемых им решений на величину СЧА фонда.

#### **4. Замечания и дискуссионные положения диссертации**

Наряду с достоинствами диссертационной работы, ее практической значимостью и научной новизной следует указать на ряд недостатков:

1) Недостаточно обоснованы преимущества использования конструкций из парных копул при моделировании доходностей финансовых активов перед традиционными моделями временных рядов (с. 212-218).

2) В работе недостаточно изучены фактические исторические результаты применения политики международной диверсификации различными группами российских паевых инвестиционных фондов.

3) Авторская модель чистого притока средств пайщиков в фонд не предполагает учета отраслевой принадлежности фонда. В то же самое время отраслевая принадлежность фонда может оказывать существенное влияние на тесноту взаимосвязи между чистым притоком средств пайщиков и показателями доходности и риска фонда.

4) Представленные на рисунках 23 и 24 алгоритмы расчета интегральных показателей эффективности предполагают использование данных о доходностях (ценах) активов дневной периодичности, что весьма ограничивает применимость авторских методических положений для фондов, менеджеры которых используют автоматизированные торговые системы либо занимаются высокочастотной торговлей.

5) Эмпирическая апробация авторской методики оценки эффективности международной диверсификации не отражает существующей практики отраслевой специализации многих российских открытых паевых инвестиционных фондов акций.

Указанные недостатки не снижают положительной оценки общего уровня теоретической проработанности положений диссертации,

практической значимости и применимости выводов и рекомендаций соискателя.

## **5. Заключение о соответствии диссертационной работы критериям, установленным Положением о порядке присуждения ученых степеней**

Диссертационная работа Кандаурова Дмитрия Владимировича на тему «Развитие методических подходов к оценке эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда» представляет собой самостоятельное, завершенное научное исследование, которое содержит обоснованные выводы и практические рекомендации по совершенствованию методического инструментария оценки эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда.

Личный вклад автора диссертационного исследования подтверждается непосредственным участием в получении исходных данных, апробации результатов исследования, подготовкой публикаций по теме работы, представлении и защите результатов исследования на научно-практических конференциях. Основные результаты диссертационного исследования опубликованы в рецензированных научных журналах, рекомендованных ВАК.

Автореферат диссертации в полной мере отражает ее содержание и в доступной форме представляет полученные автором результаты исследования. Оформление диссертации и автореферата соответствует требованиям, установленным Минобрнауки РФ.

Диссертационная работа Кандаурова Д. В. является логически завершенным научным трудом, в котором предложено решение научной проблемы, имеющей существенное экономическое значение, изложены научно обоснованные теоретические и методические разработки, внедрение которых способно внести значительный вклад в развитие экономики

Российской Федерации. Сделанные по работе замечания не снижают общей ценности проведенного исследования.

Содержание диссертационной работы и полученные научные результаты соответствуют следующим пунктам Паспорта специальности ВАК РФ 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит:

- 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».

В диссертационной работе отсутствуют заимствования текстов или каких-либо научных результатов без ссылки автора на них и (или) источник. Все оригинальные суждения и прямые цитирования в тексте диссертационной работы сопровождаются ссылками, выполненными в соответствии с требованиями п. 14 Положения «О порядке присуждения ученых степеней», утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24.09.2013 № 842.

Диссертационная работа не содержит призывов к экстремизму, терроризму, использование ненормативной лексики, в работе отсутствуют сведения ограниченного доступа или составляющие государственную тайну.

Считаем, что диссертационная работа на тему: «Развитие методических подходов к оценке эффективности международной диверсификации портфеля паевого инвестиционного фонда» соответствует всем требованиям Положения «О порядке присуждения ученых степеней», утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24.09.2013 № 842, а ее автор – Кандауров Дмитрий Владимирович заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Отзыв подготовлен доктором экономических наук, профессором кафедры банков, финансовых рынков и страхования ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет» Харченко

Ларисой Павловной, обсужден и одобрен на заседании кафедры банков, финансовых рынков и страхования ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет», протокол № 1 от «21» сентября 2020 года.

Доктор экономических наук, доцент,  
профессор кафедры банков, финансовых рынков и страхования  
ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный  
экономический университет»

*Л.П. Харченко*  
Подпись руки заверяю

Л.П. Харченко

Доктор экономических наук, профессор,  
зав. кафедрой банков, финансовых рынков и страхования  
ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный  
экономический университет»,

Зам. начальника  
управления кадров *О.Д. Маслюк*  
О.Д. Маслюк

*С.Ю. Янова*  
«21» сентября 2020 г. Янова С. Ю.



Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Санкт-Петербургский государственный экономический университет», Россия. 191023, г. Санкт-Петербург, ул. Садовая, д. 21, телефон приемной ректора: +7(812) 310-38-23, адрес электронной почты: rector@unescon.ru, адрес официального сайта в сети «Интернет»: <http://unescon.ru/>