

В Диссертационный совет ФГБОУ ВО
«Российская академия народного хозяйства и
государственной службы при Президенте
Российской Федерации»
119571, г. Москва, проспект Вернадского, д.82

ОТЗЫВ

официального оппонента, члена диссертационного совета
Российской академии народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации
на диссертацию Зямалова Вадима Евгеньевича «Макроэкономические
факторы динамики фондового рынка», представленную на соискание ученой
степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.2
«Математические, статистические и инструментальные методы в экономике»

Актуальность темы диссертационного исследования. Показатели фондового рынка, такие как фондовые индексы, часто рассматриваются как опережающие, позволяющие предсказать будущие тренды развития экономики. Это связано с тем, что они включают в себя как реакцию участников рынка на текущие события и информацию о событиях прошедших, так и ожидания инвесторов относительно дальнейших действий регулирующих органов и других рыночных игроков. Это свидетельствует о важности задачи построения адекватных моделей функционирования финансового рынка в целях понимания их текущей и будущей динамики как в интересах государственных регулирующих органов, так и в интересах рядовых инвесторов.

Мировая практика накопила большой объем теоретических и эмпирических исследований, в которых рассматривались механизмы, связывающие цены акций с макроэкономическими показателями и явлениями, такими как ВВП, инфляция, валютные курсы, а также с показателями международной торговли, в частности с ценами нефти. Однако, в большинстве работ рассматриваются сравнительно спокойные периоды, тогда как

определенный интерес представляет то, как описанные в работах механизмы реагируют на различные шоки.

В диссертационном исследовании Зямалова Вадима Евгеньевича были рассмотрены механизмы влияния макроэкономических факторов на российские фондовые индексы, причем для этого были применены эконометрические модели, позволяющие учесть потенциальные различия в характере влияния в зависимости от каких-либо экономических условий.

Развитие фондового рынка является одним из условий повышения качества экономического роста в нашей стране. В связи с этим изучение вопросов влияния экономических условий на показатели фондового рынка, определяет актуальность диссертационного исследования Зямалова В. Е. как теоретической, так и с практической точки зрения.

Новизна научных результатов, полученных в диссертационном исследовании, состоит в теоретическом и эмпирическом обосновании зависимости характера связи между значениями макроэкономических показателей и фондовым рынком России. В числе представленных результатов диссертационного исследования Зямалова В. Е. можно выделить следующие.

1. В исследовании приведена теоретическая модель малой открытой экономики, строго ориентированной на экспорт с единственным экспортным товаром – нефтью. На ее основе были сформулированы ключевые гипотезы касательно характера взаимосвязей между экономическими показателями и ценами акций.

2. При помощи моделей векторной авторегрессии (VAR), построенных на российских данных, и графиков обобщенных функций импульсного отклика было показано, что сформулированные для российского рынка теоретические гипотезы согласуются с данными. В частности, было продемонстрировано положительное влияние на российские фондовые индексы зарубежных фондовых индексов, нефтяных цен, индекса промышленного производства; отрицательное влияние было показано для процентных ставок и курса доллара к рублю.

3. Продемонстрировано, что характер влияния макроэкономических факторов на фондовый рынок, по всей видимости, зависит от конъюнктуры рынка, что проявляется в зависимости графиков функций импульсного отклика от нефтяных цен. Для этого были оценены векторные авторегрессионные модели и модели коррекции ошибками с плавной сменой режимов, позволяющие оценить модели в режимах высоких и низких цен нефти.

Достоверность и обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, представленных в диссертационном исследовании. Научные положения, выносимые на защиту В. Е. Зямаловым, достоверны и обоснованы, что связано с использованием принятых в современной экономической науке теоретических и эмпирических методов исследования. Кроме того, исследование опирается на обзор большого объема зарубежных и отечественных работ, посвященных изучению связей между фондовым рынком и макроэкономическими факторами. Адекватным представляется и выбор источников данных, использовались данные, предоставляемые Росстатом, Банком России, инвестиционной компанией «Финам» и Федеральным резервным банком Сент-Луиса. По теме диссертации В. Е. Зямаловым опубликовано пять работ, четыре из которых – в ведущих рецензируемых научных журналах.

Замечания и дискуссионные моменты, содержащиеся в диссертационном исследовании. Несмотря на общее положительное впечатление, диссертация не лишена ряда недостатков.

1. Автор излишне упрощает взаимосвязи между динамикой фондового рынка и макроэкономическими показателями. В результате анализу и моделированию подвергаются лишь самые общие макроэкономические индикаторы. При этом не учитывается фактор структурного наполнения российских фондовых индексов, где высокую значимость имеют компании производящие металлы, химическую продукцию, отдельные виды услуг. В то же время для формирования

зависимостей используются факторы, значимость которых для фондового рынка достаточно сомнительна. Например, динамика расходов федерального бюджета.

2. Автор указывает на отрицательную связь между инфляцией и фондовыми индексами, что подкрепляется соответствующими данными расчетов. Однако внимательный анализ полученных данных (Таблицы 22 и 23 диссертации) показывает, что эта связь не является очевидной ни для индекса РТС, ни для индекса ММВБ. Более того, можно предположить, что в условиях быстрого роста экономики и естественного ускорения инфляции, определяемой структурными факторами, скорее всего будет отмечаться положительная зависимость между динамикой инфляции и показателями фондового рынка (см., например, 2007 или 2018 г.).

3. На стр.46 диссертации автор утверждает, что производная цены акций компаний, не являющихся производителями нефти, по цене нефти должна быть отрицательной, поскольку рост цен на нефть позитивно влияет на спрос на продукцию и услуги многих российских компаний, не являющихся производителями нефти, прежде всего относящихся к сектору производства неторгуемых товаров, и приводит к росту ожидаемых дивидендов. Данный вывод заслуживал отдельной эмпирической проверки. Если бы эмпирические расчеты диссертанта показали, что в ответ на повышение цен на нефть возрастают только индексы производителей нефти и газа, а остальные индексы снижаются, его теоретическая модель выглядела бы более убедительно.

4. Представленные зависимости лишь в ограниченной степени описывают характерные особенности взаимодействия параметров фондового рынка и макроэкономических индикаторов в связи с чем хотелось бы видеть предложения по расширению представленной методики.

5. Следует отметить, что в тексте диссертации практически отсутствуют рекомендации для экономической политики, которые могли бы

повысить значимость фондового рынка для российской экономики. Работа бы существенно выиграла бы в случае дополнения такими рекомендациями

Данные замечания не влияют на общую положительную оценку работы и не подвергают сомнению новизну полученных диссертантом результатов. Они могут рассматриваться в качестве рекомендаций для учета в последующих исследованиях по данной проблематике.

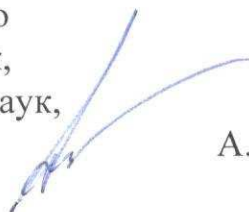
Общая оценка диссертационного исследования. Тема и содержание диссертационного исследования соответствуют паспорту специальности 5.2.2. «Математические, статистические и инструментальные методы в экономике» ВАК при Минобрнауки России: п. 1 «Теоретические и методологические вопросы применения математических, статистических, эконометрических и инструментальных методов в экономических исследованиях»; п. 2 «Типы и виды экономико-математических и эконометрических моделей, методология их использования для анализа экономических процессов, объектов и систем»; п. 3 «Разработка и развитие математических и эконометрических моделей анализа экономических процессов (в т. ч. в исторической перспективе) и их прогнозирования»; п. 11 «Компьютерные методы и программы моделирования экономических процессов»; п. 14 «Эконометрические и статистические методы анализа данных, формирования и тестирования гипотез в экономических исследованиях. Эконометрическое и экономико-статистическое моделирование».

Исследование обладает внутренним единством и содержит новые научные положения, которые свидетельствуют о личном вкладе В. Е. Зямалова в науку, расширяют и углубляют знания о влиянии макроэкономических факторов на динамику российского фондового рынка. Результаты исследования аргументированы, базируются на репрезентативном материале, обладают теоретической и практической значимостью.

Заключение: Диссертация Зямалова Вадима Евгеньевича «Макроэкономические факторы динамики фондового рынка» является

научно-квалификационной работой, в которой содержится решение задачи, имеющей важное значение для развития экономической науки и практики, что соответствует требованиям Порядка присуждения ученой степени кандидата наук, ученой степени доктора наук в Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, утвержденного приказом ректора ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» от 20 сентября 2019 года № 02-1049, а Зямалов В. Е. заслуживает присуждения ему ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.2. «Математические, статистические и инструментальные методы в экономике».

Официальный оппонент,
член диссертационного совета РАНХиГС,
Директор Института народнохозяйственного
прогнозирования Российской академии наук,
член-корреспондент Российской академии наук,
доктор экономических наук



А.А. Широ́в

«28» ноября 2022 г.

Адрес: 117418, г. Москва Нахимовский проспект, д. 47.
Телефон: +7-499-129-36-33
e-mail: contact@ecfor.ru.

Подпись А.А. Широ́ва удостоверяю
Ученый секретарь ИНИП РАНХиГС



Н.Е. Терентьев