

В диссертационный совет при
Федеральном государственном
бюджетном образовательном учреждении
высшего образования «Российская
академия народного хозяйства и
государственной службы при Президенте
Российской Федерации»
119571, г. Москва, пр. Вернадского, 82

ОТЗЫВ

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. В последние годы роль фондового рынка в российском механизме трансформации сбережений в инвестиции существенно возросла. Введение налога на процентные доходы по банковским вкладам, а также снижение уровня процентных ставок способствовало активному перетоку средств населения с банковских вкладов на фондовый рынок. В этих условиях понимание механизмов влияния макроэкономических факторов на динамику фондового рынка крайне важно как при обосновании государственной макропруденциальной политики, так и при принятии частных инвестиционных решений.

В то же время на теоретическом уровне не сформированы модели, раскрывающие специфику влияния макроэкономических факторов на уровень цен акций в условиях малой открытой экономики, специализирующейся на разработке природных ресурсов и экспорте углеводородного сырья. На эмпирическом уровне отсутствуют исследования, посвященные анализу изменения характера зависимостей между макроэкономическими факторами и российскими фондовыми индексами с использованием векторных авторегрессионных моделей и моделей коррекции ошибками с плавной сменой режимов, позволяющих учесть особенности функционирования финансовых

рынков в условиях различных уровней цен на нефть. Таким образом, тема диссертационного исследования Зямалова В.Е., посвященного разработке новых теоретических моделей влияния макроэкономических факторов на уровень цен акций в условиях малой открытой экономики, экспортирующей нефть, а также эмпирической проверке следующих из них гипотез с использованием современных методов многомерного анализа временных рядов со сменой режимов, представляется актуальной как в научном, так и в практическом аспектах.

Новизна научных результатов, полученных в диссертационном исследовании, определяется тем, что соискателем поставлена и успешно решена научная задача раскрытия особенностей влияния макроэкономических факторов на фондовый рынок Российской Федерации на теоретическом и эмпирическом уровнях. К числу наиболее существенных результатов, полученных В.Е.Зямаловым в ходе исследования, относятся следующие.

1. Разработаны новые теоретические модели влияния макроэкономических факторов (процентных ставок, темпов инфляции, роста выпуска, обменного курса рубля, цены нефти) на стоимость акций компаний, являющихся и не являющихся производителями нефти в условиях малой открытой экономики, специализирующейся на экспорте нефти.

2. С использованием графиков функций импульсных откликов структурных моделей VAR показано положительное влияние зарубежных фондовых индексов, цены нефти, промышленного производства и отрицательное влияние процентных ставок и курса доллара к рублю на динамику российских фондовых индексов, что позволило подтвердить гипотезы, выдвинутые по результатам анализа авторской теоретической модели формирования цен акций в условиях малой открытой экономики, специализирующейся на экспорте нефти.

3. Показано, что влияние макроэкономических факторов на динамику российского фондового рынка меняется при изменении уровня цен на нефть. Разработаны и оценены векторные авторегрессионные модели и модели коррекции ошибками с плавной сменой режимов, отражающие изменяющийся характер влияния макроэкономических факторов на динамику российского фондового рынка в условиях изменяющихся цен на нефть.

Достоверность и обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, представленных в диссертационном исследовании. Высокая степень достоверности научных положений, выносимых на защиту В.Е.Зямаловым, обусловлена использованием принятых в современной экономической науке теоретических положений и методов эконометрического анализа и моделирования, а также результатов исследований ведущих зарубежных и российских ученых в области оценки влияния макроэкономических факторов на динамику фондового рынка. Информационная база исследования в целом адекватна поставленным в диссертации задачам и включает в себя данные Росстата, Банка России, инвестиционной компании «Финам» и Федерального резервного банка Сент-Луиса. По теме диссертации В.Е.Зямаловым опубликованы пять работ, в т.ч. 4 статьи в ведущих рецензируемых научных журналах.

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

1. Существенным изменением, которое должно было повлиять на характер взаимосвязи российских фондовых индексов с другими макроэкономическими переменными, прежде всего с зарубежными фондовыми индексами и индикаторами рыночных процентных ставок, стало введение США, Европейским Союзом и некоторыми другими странами санкций в отношении Российской Федерации после присоединение Крыма в 2014 г., которые серьезно повлияли на возможности российских компаний в части доступа к зарубежным источникам финансирования. В связи с этим было бы логично изучить влияние санкций на характер зависимости российских фондовых индексов от рассматриваемых в диссертации макроэкономических факторов, например, оценив используемые эконометрические модели для двух периодов (до начала введения санкций и после) и сравнив результирующие графики функций импульсных откликов.

Вместо этого диссертант оценивает модели со сменой режимов, где переменной, определяющей смену режима, выступает цена на нефть. Поскольку введение санкций в используемых спецификациях моделей никак не учитывается, а после введения санкций в 2014 г. цены на нефть снизились,

рецензент может предположить, что по крайней мере отчасти особенности режима низких цен на нефть отражают эффекты введения санкций, а не собственно низкого уровня цен на нефть в условиях отсутствия санкций.

Кроме того, диссертантом не сделаны комментарии по поводу того, в какой степени результаты проведенного им эмпирического анализа сохраняют актуальность после введения существенно более жестких санкций в отношении Российской Федерации из-за начала специальной военной операции, в значительной мере изолировавших российский фондовый рынок от глобального.

В целом эффект влияния санкций на характер зависимости фондовых индексов от рассматриваемых макроэкономических переменных заслуживал изучения и во всяком случае не должен быть полностью игнорироваться в работе.

2. По мнению рецензента, предположение диссертанта о том, что доля дивидендов в выручке нефтяных компаний постоянна и не зависит от уровня цен на нефть (формула (3) на стр.44), не отвечает специфике российских условий. Существующая система налогообложения устроена таким образом, что налоговая нагрузка на нефтяные компании возрастает при высоких ценах на нефть и снижается при низких ценах на нефть. Это стабилизирует свободные денежные потоки нефтяных компаний и снижает зависимость стоимости их акций от колебаний цен на нефть. Напротив, для компаний, не являющихся производителями нефти, налоговая нагрузка от уровня цен на нефть не зависит (или зависит в существенно меньшей степени, чем для нефтяных компаний), но продажи на внутреннем рынке существенно зависят от общей экономической ситуации в стране, которая, в свою очередь, зависит от цен на нефть. Поэтому рецензент ожидает более слабой зависимости цен акций российских нефтяных компаний от цен на нефть по сравнению с формализованной в теоретической модели диссертанта и иного характера зависимости цен акций российских компаний, не являющихся производителями и экспортерами нефти, от цен на нефть по сравнению с предполагаемой диссертантом.

Рецензент не согласен с постулируемым диссертантом на стр.46 утверждением, 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.

Поскольку важным и не вполне очевидным выводом, следующим из теоретической модели диссертанта, является качественно различный характер зависимости цен акций компаний, являющихся и не являющихся производителями нефти, от рассматриваемых макроэкономических факторов (и прежде всего цен на нефть), данный вывод заслуживал эмпирической проверки. Для этого могли быть использованы отраслевые индексы Московской биржи (нефти и газа, телекоммуникаций, финансов, потребительского сектора и др.). 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.

3. Оцениваемая в параграфе 3.3 модель VSTAR является в целом достаточно логичным обобщением оцениваемой в параграфе 3.2 модели VAR. Однако модель VECM, результаты оценки которой было бы логично сравнить с результатами оценки модели STVECM в параграфе 3.4, в диссертации не оценивается. Более того, гипотеза о коинтеграции используемых при проведении моделирования временных рядов в работе не проверяется. В то же время качество оценок рассматриваемых в диссертации эконометрических моделей существенно зависит от того, коинтегрированы используемые в моделях временные ряды или нет. Кроме того, заслуживал внимания анализ изменений коинтеграционного соотношения при переходе от режима высоких к режиму низких цен на нефть.

4. Одной из ключевых макроэкономических переменных при проведении эмпирического анализа являются расходы федерального бюджета. Однако влияние государственных расходов на динамику фондовых индексов не анализируется в рамках обзора литературы и не учитывается при разработке теоретической модели.

Если исследования влияния государственных расходов на динамику фондовых индексов ранее не проводились, следовало подчеркнуть новизну

подхода диссертанта. Если же они проводились, то следовало сопоставить результаты диссертанта с результатами ранее проведенных исследований.

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 пунктам 1 «Теоретические и методологические вопросы применения математических, статистических, эконометрических и инструментальных методов в экономических исследованиях», 2 «Типы и виды экономико-математических и эконометрических моделей, методология их использования для анализа экономических процессов, объектов и систем», 3 «Разработка и развитие математических и эконометрических моделей анализа экономических процессов (в т. ч. в исторической перспективе) и их прогнозирования», 11 «Компьютерные методы и программы моделирования экономических процессов», 14 «Эконометрические и статистические методы анализа данных, формирования и тестирования гипотез в экономических исследованиях. Эконометрическое и экономико-статистическое моделирование» паспорта специальности 5.2.2. «Математические, статистические и инструментальные методы в экономике» Высшей аттестационной комиссии Российской Федерации. Диссертационное исследование оформлено в соответствии с установленными требованиями.

Исследование обладает внутренним единством и содержит новые научные положения, которые свидетельствуют о личном вкладе В.Е.Зямова 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 Зямова 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».

Член диссертационного совета РАНХиГС,
профессор кафедры государственного
регулирования экономики
Института государственной службы
и управления ФГБОУ ВО «Российская
академия народного хозяйства и
государственной службы при
Президенте Российской Федерации»,
доктор экономических наук, профессор
«24» июня 2022 г.

Мельников

Мельников Роман Михайлович

Адрес: 119606, Российская Федерация, г. Москва, проспект Вернадского, д. 82,
корпус 2, каб.104.
Телефон: +7 (499) 956-98-49
e-mail: melnikov-rm@ranepa.ru.

