

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. В последние годы брокерские услуги активно продвигаются среди широких масс населения, что повышает его вовлеченность в работу фондового рынка. Рост его влияния как альтернативного способа инвестирования сбережений населения делает важным разработку как можно более качественных моделей работы фондового рынка, позволяющих строить достоверные прогнозы его динамики.

В силу того, что зарубежные экономики имеют более долгую историю работы с финансовым рынком, объем теоретических и практических работ по изучению аспектов его функционирования довольно велик. Многие исследователи рассматривали вопрос о влиянии рыночной ситуации и экономических показателей на цены акций. В отечественной литературе, с другой стороны, число таких работ сравнительно невелико, что вызвано, в первую очередь, более короткой историей взаимодействия экономических агентов с фондовым рынком и его меньшей ролью в экономике России.

Диссертационное исследование Зямалова Вадима Евгеньевича посвящено изучению влияния макроэкономических факторов российской экономики на величину российских фондовых индексов. Малое число

отечественных работ, о котором говорилось выше, а также растущая роль финансового рынка в процессах инвестирования сбережений населения делают тему исследования актуальной и важной в теоретическом и практическом плане. При этом следует отметить, что в исследовании впервые для моделирования динамики российского фондового рынка были применены многорежимные модели, позволяющие явным образом учесть влияние изменений экономических условий на характер связи экономических показателей и фондовых индексов.

Новизна научных результатов, полученных в диссертационном исследовании, обусловлена применением эконометрических методов, ранее не использованных для изучения российского рынка. Данные методы позволили соискателю показать наличие зависимости характера влияния макроэкономических показателей на величину фондовых индексов от рыночных условий.

1. Представленный обзор обширного списка иностранных и отечественных работ вкупе с разработанной соискателем моделью малой экспортоориентированной экономики позволили сформулировать ряд гипотез касательно характера влияния российских и зарубежных макроэкономических показателей на цену акций отечественных компаний и, соответственно, фондовые индексы.

2. Справедливость сформулированных гипотез была показана при помощи построения графиков функций обобщенных импульсных откликов, полученных по результатам оценивания моделей векторной авторегрессии (VAR), традиционно используемых в исследованиях на схожую тематику. Характер влияния, показанный на графиках, полностью согласуется с рассмотренной литературой и сформулированными гипотезами.

3. Также при помощи более сложных векторных авторегрессионных моделей и моделей коррекции ошибками с плавной сменой режимов (VSTAR и STVECM) было показано, что в данных по российскому рынку, по всей видимости, присутствует зависимость характера связи между

макроэкономическими показателями и фондовым рынком от рыночных условий, определяемых в рамках представленного соискателем диссертационного исследования при помощи цен нефти.

Достоверность и обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, представленных в диссертационном исследовании. Достоверность выносимых на защиту В. Е. Зямаловым научных положений обусловлена использованием теоретических положений и методов эконометрического анализа и моделирования, широко применяемых в современной экономической науке, опорой на результаты зарубежных и отечественных исследований в области оценки влияния макроэкономической ситуации на динамику фондового рынка. Источники данных исследования адекватны поставленным задачам, они включают в себя как официальные данные Росстата и Банка России, так и данные, предоставляемые инвестиционной компанией «Финам» и Федеральным резервным банком Сент-Луиса. В ходе подготовки диссертационного исследования В. Е. Зямаловым было опубликовано пять работ, из которых 4 статьи опубликованы в ведущих рецензируемых научных журналах.

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

1. Выбор периодов оценивания моделей требует определенных пояснений. В работе рассматриваются три периода оценивания, начинающиеся в январе 1999 года и заканчивающиеся в 2013, 2018 и 2021 годах, соответственно. Хотелось бы видеть пояснение о правомочности включения 2014 года во второй и третий периоды, так как в силу ряда причин этот год мог оказать негативное влияние на результаты оценивания модели.

2. Различия, представленные на графиках импульсных откликов, требуют более четкого объяснения.

3. Представленная в диссертационном исследовании теоретическая модель позволяет сформулировать и обосновать гипотезы о влиянии

макроэкономических факторов на фондовые индексы, несмотря на некоторое излишнее упрощение некоторых предпосылок, на которых данная модель строится.

4. В теоретической главе явно не выделен теоретический механизм влияния макроэкономических показателей на фондовые рынки, основанный на какой-либо классической теории, в работе представлен только эмпирический обзор влияния различных факторов на фондовый рынок и направление этого влияния. Также обычно под каждую гипотезу пишется теоретическое обоснование, в данной работе, по сути, они только перечисляются, при этом не написано четко, например, гипотеза 1 и в результатах – проверка гипотезы 1. Все описывается в общем виде, мы поставили гипотезы и проверили гипотезы, отсюда очень тяжело понять результаты и какая именно гипотеза была подтверждена или не подтверждена.

5. В п. 2.1.6. «Оценка пороговых значений модели» приведена таблица 2. «Оцененные эластичности», при этом не ясен ни период, ни данные, написана только фраза «на основе имеющихся данных при помощи уравнений парной регрессии в логарифмической форме были рассчитаны эластичности, входящие в выведенные ограничения».

6. П. 2.2. озаглавлен как «Методика эмпирического исследования», однако в этом пункте представлены уравнения в общем виде. Судя по названию главы, методические подходы могли бы быть представлены уже с конкретными переменными, соответствующими теоретической модели. Т. е. у – не вектор значений, а вектор значений фондового индекса и т. д. Так как постановка задачи, что за у, а что за х, должна быть прописана хоть где-то.

7. В таблице 4 представлены результаты оценки рядов на стационарность без числовых выражений, написаны только фразы «да» или «нет». Почему не представлены нигде числовые данные? И второе замечание касается перевода нестационарных рядов в стационарные. Все-таки, конечно, механически существует такой путь перевода, как взятие первых разностей. Однако, если посмотреть обзор литературы по первой главе и тот факт, что аспирант

защищается по экономике, обычно берется логарифмическая доходность ряда. С точки зрения интерпретации экономических результатов, это намного более информативно.

8. Формально в п. 3.2. «VAR И SVAR ОЦЕНКИ ВЛИЯНИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ФАКТОРОВ НА ДИНАМИКУ РОССИЙСКИХ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ» должны быть представлены хоть какие-то показатели качества модели или оцененная модель. В работе представлены только импульсные отклики.

Данные замечания следует рассматривать как рекомендации для учета в последующих исследованиях по данной проблематике. На общее положительное мнение об актуальности и новизне представленных диссертантом результатов данные замечания не влияют.

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». Диссертационное исследование оформлено в соответствии с установленными требованиями.

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,
профессор Департамента корпоративных финансов и
корпоративного управления
Факультета экономики и бизнеса
федерального государственного образовательного
бюджетного учреждения высшего образования
«Финансовый университет при
Правительстве Российской Федерации»
доктор экономических наук, доцент

 Е. А. Федорова

«28» ноября 2022 г.

Адрес: 129164, Российская Федерация, г. Москва, ул. Кибальчича, 1с2.
e-mail: EAFedorova@fa.ru.



Подпись Федоровой Е.А. заверяю:
соглашаюсь УКО
Борисов / Яковлева Е.А.