

ОТЗЫВ

официального оппонента

на диссертацию на соискание ученой степени

кандидата экономических наук Шаутина Сергея Владимировича

на тему: «Оценка купонной доходности ипотечных ценных бумаг с учетом факторов риска»

по специальности: 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит»

Актуальность темы исследования. Создателями теории финансов долгие десятилетия ведется работа по выработке и совершенствованию методик оценки стоимости капитала. При этом вряд ли можно сказать, что в этом вопросе расставлены все точки над и. Есть множество оснований к тому, чтобы эта работа продолжалась и в настоящее время, причем оставаясь востребованной и актуальной. Во-первых, это развитие методологии экономического анализа и прогресс статистических методов, которые каждый со своей стороны могут внести свой вклад в доработку уже существующих или создание новых методов оценки стоимости капитала и финансовых активов. Во-вторых, это связано с возникновением новых финансовых инструментов и(или) инструментов фондирования, требующих модифицированных или вовсе уникальных подходов к оценке как со стороны условного эмитента, так и со стороны условного инвестора.

В этой связи ипотечные ценные бумаги, с одной стороны, являются уже достаточно известным на рынке инструментом, однако сравнительно молодым, если сопоставлять с некоторыми другими инструментами рынка, с другой стороны, их конструкция может претерпевать изменения, требующие учета в процедурах оценки. Кроме того, ипотечные ценные бумаги становятся предметом торговли на относительно молодых рынках, таких как российский, характеризующихся собственным набором формирующих риск факторов. Все сказанное определяет актуальность разработки темы оценки данных инструментов, в том числе исследования факторов риска, влияющих на решения относительно установления уровня их купонной доходности, — предмета изучения представленной к защите диссертации.

Достоверность и обоснованность выводов и рекомендаций. Ознакомление с работой позволило заключить, что автор в достаточной мере знаком и владеет багажом научного знания по теме своей диссертационной работы, которая обычно определяется как теоретическая и методологическая база исследования. Диссертант представил развернутый

анализ прошлых и недавних исследований по ипотечной секьюритизации в России и за рубежом, а также проработал эмпирические данные, что, помимо прочего, позволило ему определить актуальные для России факторы риска ипотечных ценных бумаг и наметить ход разработки методики их эмпирического исследования.

Источниками информации, на основе которых автором проводится эмпирическое исследование, выступают такие достоверные ресурсы, как *Thomson One*, *Rusbonds*, *CBonds*, *Interfax e-Disclosure*. Также автор при необходимости обращается и к другим источникам.

Используемые автором методы статистического анализа следует рассматривать как релевантные решаемым задачам. Достоверность и обоснованность выводов подтверждаются в том числе осуществленными диссертантом статистическими тестами, подтверждающими качество эмпирических моделей и полученных оценок.

Кроме того, достоверность и обоснованность выводов, представленных автором диссертационного исследования, как следует из автореферата, прошла проверку в форме академической апробации — при обсуждении на научных конференциях, рецензировании в научных журналах.

Научная новизна положений, выводов и рекомендаций диссертационного исследования заключается в следующем.

1. Разработана классификация (по выражению диссертанта, «карта») рисков ипотечных ценных бумаг, отражающая как особенности финансового инструмента, так и специфику российской ипотечной секьюритизации. Для этого диссертант выявил основные практики секьюритизации на развитых рынках, отразив различия между ними для отдельных этапов создания ипотечной ценной бумаги (стр. 39 — 72). Это позволило привести многообразие рисков ипотечной секьюритизации к некоторому виду классификации (карты рисков) (стр. 81). Это же, в дальнейшем, составило основу проведения эмпирического исследования. «Карта» рисков содержит специфические для российского рынка факторы, например, наличие валютного риска (стр. 74 — 77), риска структуры сделки, риска трансграничной секьюритизации (стр. 60-69). Такой подход, представленный и теоретически обоснованный в работе соискателя, на взгляд оппонента, встречается в литературе впервые.
2. Составлена методика получения данных о российских ипотечных ценных бумагах (стр. 104 — 105). Методика необходима для проведения качественного эмпирического исследования, охватывающего полную историю сделок российских originаторов. Сопоставимых по охвату исследований подобного

рода в отечественной литературе не проводилось, поэтому автор является, вероятно, одним из начальных разработчиков соответствующего способа сбора данных по всей истории российских сделок ипотечной секьюритизации для научных исследований.

3. Построена эмпирическая модель оценки риск-факторов купонной доходности ипотечных ценных бумаг (стр. 83 — 100), приемлемость уровня качества которой подтверждена соответствующими формальными тестами (стр. 115 — 119). Модель, учитывающая все многообразие рисков российской ипотечной секьюритизации, представлена впервые. Наряду с макроэкономическими рисками (систематический и валютный риски), рисками, вытекающими из региональной составляющей, микроэкономическими факторами риска пула базовых активов, параметрами структуры сделки и факторами структуры эмиссии траншей выпуска, в модели предусмотрен способ выявления взаимосвязи рисков ипотечных ценных бумаг, что также является заслугой автора.
4. Предложена и апробирована на тестовой подвыборке оригинальная методика прогнозирования ставки купонной доходности ипотечных ценных бумаг (стр. 134 — 140). Методика является важным инструментом построения стратегии инвестора при его участии на первичном рынке ипотечных ценных бумаг, поскольку позволяет определить справедливую с точки зрения вознаграждения за риск инвестора ставку купонной доходности ипотечной бумаги.
5. Предложен новый способ анализа эффективности originатора: в разрезе риск-факторов по сравнению с отраслевыми показателями, а также впервые рассчитан потенциальный эффект от мер воздействия на различные факторы. Заслуживает внимания методика оценки эффекта от финансового инжиниринга для российских сделок ипотечной секьюритизации.

Структура и содержание работы соответствуют сформулированным автором целям и задачам. Работа состоит из трёх глав, введения и заключения. Соискатель опирается на широкий анализ научных исследований в области теоретического анализа и моделирования рисков ипотечной секьюритизации (стр. 16 — 22), осмысления опыта ипотечного кризиса в США 2007—2008 гг. (стр. 22 — 33). Первая глава посвящена теоретическому анализу основных участников ипотечной секьюритизации (стр. 33 — 37), процесса ее проведения (стр. 37 — 39) и рисков (стр. 39 — 77), по результатам которого была построена классификация рисков ипотечной секьюритизации.

Во второй главе анализируются методы эмпирического исследования рисков ипотечной секьюритизации, сформулированные гипотезы относительно риск-факторов купонной доходности ипотечных ценных бумаг переводятся в эмпирически проверяемую форму, в результате чего формируется модель требуемой доходности инвестора (стр.83 — 99). Для повышения точности прогнозирования ставки купонной доходности диссертант обосновывает дополнительную модель риск-факторов originаторов, которая оценивает купонную ставку с точки зрения интересов originатора (стр. 100 — 103). Модель позволяет инвестору получить информацию о верхней границе требуемой доходности с учетом ограничений originатора. Помимо этого, автор приводит методику сбора эмпирических данных (стр. 104 — 105) и анализирует структуру этих данных (стр. 105 — 114).

Третья глава посвящена построению методики определения оптимальной с точки зрения вознаграждения за риск купонной доходности ипотечных ценных бумаг при их первичном размещении, а также ее апробации на тестовой подвыборке (стр. 134 — 140). Далее автор продолжает поиск возможностей практического применения построенных моделей и предлагает методику выявления наиболее эффективных рычагов снижения стоимости рефинансирования ипотечных кредитов через секьюритизацию (стр. 144 — 147).

По итогам рассмотрения представленного диссертационного исследования можно заключить, что сформулированные Шаутиным С.В. выводы и рекомендации имеют научную и практическую значимость и представляют собой приращение научного знания в области управления рисками секьюритизации. Автореферат отражает основное содержание диссертации. Результаты исследования также нашли отражение в четырех публикациях в изданиях, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности 08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит.

Замечания по диссертации

1. На третьем этапе секьюритизации автор рассматривает возможности управления рисками с помощью установления различных структур траншей, имеющиеся на данный момент на развитых финансовых рынках. При этом ссылаясь на отсутствие реальной возможности применения большинства инструментов на российском рынке, автор завершает анализ. В исследовании можно было бы оценить возможности и преимущества данных инструментов для управления рисками российских originаторов и включить результаты данного анализа в рекомендации. В практическом отношении было бы ценным сформировать рекомендации относительно возможностей в перспективе преодоления недостатков отечественного рынка производных финансовых инструментов

путем использования при секьюритизации инструментов, приобретённых на зарубежных рынках.

2. В работе звучит утверждение, что периоды повышенной турбулентности на рынках могут не приниматься во внимание на основе того, что частный пример подобных событий, а именно, кризис в России в 2014 году не показал свою значимость. На наш взгляд, автору следовало бы расширить используемые методы учета подобных событий в модели, что могло бы стать направлением дальнейших исследований.
3. Претендуя на создание исчерпывающей касательно ипотечных ценных бумаг картины рисков, автор тем не менее не рассматривает подробно социальные и политические риски. Исключение их из анализа следовало бы обосновать подробнее.
4. Методика выработки рекомендаций originatorам достаточно конкретна и сопровождается примерами и расчетами, однако она адресована «среднему институту» на рынке, тогда как originatorы могут сильно различаться (и в действительности различаются), как минимум по размеру. Это, безусловно, представляет научный интерес, и могло бы быть учтено в работе. В этом случае появилась бы возможность вырабатывать рекомендации по работе на рынке ипотечных ценных бумаг — управлению рисками своих продуктов в зависимости от стратегических целей и ограничений — как некоторым репрезентативным группам финансовых институтов, так и отдельным участникам данного рынка.
5. Методика установления купонной доходности для ипотечных инструментов, безусловно, может представлять большой интерес для регулятора. До некоторой степени разработанные автором модели оценки купонной доходности в эмпирически проверяемой форме могут служить существенной частью такой методики. В этой связи, было бы логично для автора диссертации обозначить данное направление как перспективу дальнейшего развития исследований в затрагиваемой области.

***Заключение о соответствии диссертации требованиям, установленным
Положением о присуждении ученых степеней***

Вместе с тем, указанные замечания не снижают значимости диссертационного исследования и достигнутых его автором результатов. Диссертация отвечает требованиям, установленным Московским государственным университетом имени М.В. Ломоносова к работам подобного рода. Содержание диссертации соответствует паспорту специальности

08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит» (по экономическим наукам), а также критериям, определенным пп. 2.1 — 2.5 Положения о присуждении ученых степеней в Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова, а также оформлена согласно приложениям № 5, 6 Положения о диссертационном совете Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

Таким образом, соискатель Шаутин Сергей Владимирович заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

Официальный оппонент:

профессор Департамента финансовых рынков и банков
ФГБОУ ВО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»
доктор экономических наук, доцент

Константин Владимирович
КРИНИЧАНСКИЙ

21.05.2019г.

Специальность, по которой официальным оппонентом защищена диссертация:
08.00.01 – Экономическая теория

Адрес места работы:

125993, Москва, Ленинградский проспект, 49,
ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,
тел.: 8 (499) 943-98-55, e-mail: academy@fa.ru

Контактные данные:

тел.: +7 (963) 082-77-90, e-mail: kkrin@fa.ru

Подпись Криничанского К.В.

ЗАВЕРЯЮ

Ученый секретарь Ученого совета
Финансового университета

Звигинцева
мая

В.В. Звигинцева
201 9 г.

