

ОТЗЫВ

на автореферат диссертации Шаутина Сергея Владимировича на тему: «Оценка купонной доходности ипотечных ценных бумаг с учетом факторов риска», представленной на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит»

Актуальность избранной темы диссертационного исследования Шаутина С.В. достаточно высока, поскольку учет рисков секьюритизации с целью оценки купонной доходности ИЦБ необходим для развития рынка ипотечных ценных бумаг. Ипотечные ценные бумаги – относительно новый инструмент с достаточно сложной структурой рисков, понимание и моделирование которых сопряжено с высокими, зачастую запретительными, издержками для потенциальных инвесторов. Предложенный подход призван дать относительно простой и точный способ оценки рисков, который может быть использован широким кругом инвесторов. Результатом наличия такого подхода может стать привлечение новых инвесторов на рынок облигаций с ипотечным покрытием, рост объёмов секьюритизации, повышение ликвидности и ускорение оборота капитала в ипотечном секторе и, следовательно, повышение доступности жилья для граждан РФ. В конечном итоге, изучение рисков секьюритизации имеет существенное социальное значение.

В центре внимания диссертанта находится проблема количественной оценки рисков ипотечной секьюритизации для расчёта справедливой с точки зрения инвестора ставки купонной доходности, учитывающей вознаграждение за риск. Автор анализирует имеющиеся подходы зарубежных и российских исследователей к оценке рисков секьюритизации. На основе анализа теоретических исследований и практики российской секьюритизации формируется актуальная карта рисков. Анализ эмпирических исследований позволил соискателю определить наиболее оптимальный с учётом ограничений по доступности данных подход для количественной оценки риск-факторов и их вклада в общий риск ипотечных бумаг.

Отдельно стоит отметить проведённую работу по сбору данных относительно сделок ипотечной секьюритизации, которые позволили провести крупное количественное исследование секьюритизации российских originаторов, включающее историю сделок за первые десять лет существования российских ипотечных ценных бумаг.

В исследовании Шаутина С.В. проведен не только анализ рисков секьюритизации, но и предложена методика использования модели оценки рисков основными участниками рынка: инвесторами и originаторами. Для инвесторов ключевым параметром является ставка доходности, которая должна учитывать все факторы риска. Предложенная модель оценивает данные факторы и их вклад в общую доходность, таким образом, предоставляя ориентир по доходности для инвестора. Для originатора модель представляет собой инструмент по управлению рисками секьюритизации. Originатор может провести сценарный анализ в зависимости от условий, в которых будет проходить секьюритизация. Данный подход предполагает активное воздействие на риск-факторы, которые находятся под контролем originатора, и адаптироваться к тем из них, на которые он влиять не может. Таким образом, у originатора появляется инструмент снижения стоимости рефинансирования ипотечного портфеля.

Учитывая вышеизложенное, можно констатировать, что цель диссертационного исследования была достигнута, а соответствующие ей задачи выполнены, что, в свою очередь, обеспечило научную новизну.

Достоинствами данного исследования являются, во-первых, его опора на реальные данные, и, во-вторых, его достаточно высокая степень применимости на практике. На настоящий момент большинство исследований в области управления рисками секьюритизации носят скорее теоретический характер. Данное исследование имеет широкую эмпирическую базу и содержит примеры расчётов, основанных на данных по реально произошедшим сделкам.

Выработанная методика определения оптимального баланса риска и доходности апробирована на тестовой подвыборке. Методика снижения стоимости рефинансирования ипотечных кредитов originатором апробирована

для 9 банков – крупнейших оригинаторов ипотечных ценных бумаг в России. Результаты исследования также апробированы на научно-практических конференциях.

Работа развивает теорию арбитражного ценообразования применительно к новому классу инструментов: ипотечным ценным бумагам. Заслугой соискателя является систематизация факторов риска ипотечных ценных бумаг в российском контексте, что позволило построить теоретически обоснованную, состоятельную модель оценки рисков. Таким образом, исследование имеет теоретическую и практическую значимость.

Диссертация может представлять интерес для текущих и потенциальных инвесторов в облигации с ипотечным покрытием, поскольку риски этих инструментов носят комплексный и сложный характер. Существующие модели оценки стоимости или доходности ипотечных бумаг относительно сложны в использовании и требуют применения продвинутого математического аппарата. Предложенный подход обладает относительной простотой и высокой точностью, что подтверждается результатами оценки модели на тестовой подвыборке.

Основные выводы и рекомендации нашли отражение в четырёх научных статьях, опубликованных в изданиях, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности 08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит, а также в журналах, входящих в перечень изданий, рекомендованных ВАК при Минобрнауки России, что подтверждает достоверность полученных результатов исследования. В целом, исследование изложено логично, структурно и последовательно, а его выводы являются в достаточной степени обоснованными.

В качестве замечаний можно отметить следующее:

1. В автореферате недостаточно полно представлены статистические данные, характеризующие выборку сделок ипотечной секьюритизации, например, отсутствует сокращённая таблица описательных статистик данных;

2. Не приведены результаты расчётов по эконометрическим моделям: значение статистик и результатов проверок качества моделей.
3. В качестве элемента новизны указана уникальная авторская методика сбора данных о риск-факторах купонной доходности ИЦБ (с. 9 автореферата, пункт 2 новизны). Под определение научной новизны данный пункт подходит весьма условно, и в автореферате стоило бы уникальность методики прописать более детально.
4. На с. 24 автореферата указывается, что в диссертационном исследовании проводится эмпирическое обоснование предположения, что «в ИЦБ диверсификация специфических рисков приводит к увеличению концентрации систематического». При этом информация об оценке фактора систематического риска (MRP) в автореферате отсутствует.
5. На с. 26 автореферата соискатель предлагает для прогнозирования рыночных ставок использовать модели класса ARIMA или использовать среднее значение за какой-либо период. Однако на практике данные модели практически не используются, поскольку существенно проигрывают в прогностической способности более сложным моделям, например, двухфакторной модели Халла-Уайта.
6. Автор указывает, что «все наблюдения тестовой подвыборки попали в пересечение 95% доверительных интервалов модели требуемой доходности инвестора и модели риск-факторов эмитента». Однако, учитывая и самостоятельное замечание диссертанта о ширине данного доверительного интервала, было бы интереснее посмотреть на то, какой процент сделок тестовой подвыборки попал в интервал между ставкой инвестора и ставкой эмитента, поскольку данный интервал выглядит более целесообразным.

Вместе с тем, указанные замечания не умаляют значимости диссертационного исследования. Данная работа представляет собой самостоятельное, законченное научное исследование и отвечает требованиям,

установленным Московским Государственным Университетом имени М.В. Ломоносова. Содержание диссертации соответствует паспорту специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

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

Бозина Алиса Николаевна,
Кандидат экономических наук,
Руководитель направления Отдела оценки бизнеса
и активов ПАО Сбербанк

05.06.2019

Контактные данные:

тел.: 7(963)789-55-30; e-mail: alise1919@mail.ru

Кандидатская диссертация защищена по специальности

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Адрес места работы:

117997, Россия, Москва, ул. Вавилова, д. 19,

ПАО Сбербанк, Дивизион «Кредитные продукты и процессы».

Тел.: +7 495 665-56-00, anbozina@sberbank.ru



Алиса Бозина А.Н.
Руководитель направления
Отдела оценки трудовых отношений и кадрового учета
Управления вознаграждения и кадровой экспертизы
Парламента ИТ-компаний

Прилепина Т.С.