



Handwritten signature

Проректор Санкт-Петербургского
государственного университета по научной
работе профессор Н.Г. Скворцов

« 19 » 04 2011 г.

ОТЗЫВ ВЕДУЩЕЙ ОРГАНИЗАЦИИ

**на диссертационную работу Иевлева Алексея Владимировича на тему:
«Хедж-фонды в российской финансовой системе и снижение их
инвестиционных рисков», представленную на соискание ученой степени
кандидата экономических наук по специальности: 08.00.10 – Финансы,
денежное обращение и кредит.**

Актуальность темы исследования. Хедж-фонды в последние десятилетия стали важным элементом мирового рынка коллективного инвестирования. Их появление и широкое распространение тесно связано с процессами развития и глобализации на международных рынках. С 2008 года деятельность хедж-фондов стала возможна и в России.

До мирового финансового кризиса объем активов под управлением хедж-фондов стремительно увеличивался, и, несмотря на его последствия, интерес инвесторов к хедж-фондам возвращается: в 2011 году объем активов под управлением хедж-фондов может достичь докризисного уровня.

В условиях нарастающей нестабильности мировых финансовых рынков большое значение приобретает проблема оценки инвестиционных рисков. Ряд положений традиционного инвестиционного анализа и анализа рисков в применении к деятельности хедж-фондов не учитывают разнородную структуру активов, находящихся в их портфеле. Это приводит к необходимости изучения структуры рисков хедж-фондов и корректировки методов анализа и оценки их инвестиционной деятельности. Необходимость проведения

объективного анализа инвестиционной деятельности хедж-фондов и определение количественных показателей для измерения уровня инвестиционных рисков обуславливает актуальность выбранной темы исследования.

Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации. Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций определяется логикой проводимого исследования. В основу исследования положена постановка и решение задачи совершенствования теоретических и методологических основ функционирования российских хедж-фондов, измерения и снижения их инвестиционных рисков.

Исходя из этой посылки, автор формулирует цель и задачи исследования, исследует концепцию регулирования хедж-фондов в России и за рубежом, в первую очередь в США и Европе, а также организационную структуру российских и зарубежных хедж-фондов, проводит анализ инвестиционных стратегий хедж-фондов и изучает влияние выбора стратегии инвестирования на общий инвестиционный риск хедж-фонда, исследует показатель Value-at-Risk и выявляет недостаточно проработанные теоретические и прикладные проблемы, возникающие при расчете данного показателя, разрабатывает методику использования показателя Value-at-Risk при расчете риска инвестирования в хедж-фонд и предлагает варианты решения проблемы снижения инвестиционного риска портфелей российских хедж-фондов и мер по развитию рынка альтернативных инвестиций в России.

Опираясь на широкую теоретическую базу и исследования российских и зарубежных ученых, в первой главе автор анализирует организационную базу функционирования хедж-фондов и рассматривает результаты их деятельности на российском фондовом рынке.

Во второй главе диссертации рассмотрены особенности определения инвестиционного риска хедж-фондов. Для более подробного рассмотрения

инвестиционных рисков автор разрабатывает классификацию инвестиционных стратегий хедж-фондов, критериями которой является подверженность различным рискам. На основе статистических данных доходности инвестиционных стратегий автор наглядно показывает подверженность различных стратегий тем или иным рискам. Далее автор использует методику VaR для расчета инвестиционного риска хедж-фонда Troika Russia Fund и делает несколько важных выводов по особенностям вычисления и интерпретации данного показателя.

В третьей главе диссертации автор предлагает российским хедж-фондам использовать стратегию фондов хедж-фондов и в качестве обоснования собственного предложения моделирует несколько портфелей, состоящих из российских ценных бумаг и ценных бумаг хедж-фондов, использующих различные стратегии и измеряет показатели доходности и риска. Дополнительно автор обосновывает недостатки присвоения статуса квалифицированного инвестора физическим лицам и предлагает в качестве критерия минимальную сумму инвестирования.

Изложенная логика исследований, проведенных автором диссертации, показывает, что они опираются на результаты, полученные ранее другими специалистами, и являются их дальнейшим развитием и продолжением. Все теоретические разработки автора находят в работе практическое подтверждение и основываются на расчетах. Это позволяет сделать вывод о достаточной обоснованности полученных выводов и рекомендаций.

Достоверность и новизна научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, обусловлена широким использованием фундаментальных трудов российских и зарубежных ученых, применением научных методов исследования, использованием экономико-математических моделей и компьютерных технологий, а также публикациями в открытой печати.

Реализованный в диссертационной работе комплексный подход,

охватывающий теоретические и практические аспекты деятельности хедж-фондов, зарубежный опыт их функционирования и обоснование необходимости совершенствования порядка оценки и управления рисками, позволил автору получить ряд новых результатов, среди которых, с научной точки зрения, наибольшее внимание заслуживают следующие:

1. Предложено уточнение понятийного аппарата теории институтов коллективных инвестиций, касающееся применения ими альтернативных стратегий инвестирования и учитывающее реформационные процессы, происходящие на российском финансовом рынке.
2. Предложена авторская классификация инвестиционных стратегий хедж-фондов, в которой в качестве основных критериев использованы факторы риска, влияющие на форму распределения доходности хедж-фондов (с. 72-92).
3. Сформулированы основные отличия российских паевых инвестиционных фондов категории «хедж-фонд» от зарубежных хедж-фондов в плане их организационной структуры и порядка функционирования на финансовых рынках (с. 110-119).
4. Предложена методика расчета показателя Value-at-Risk (VaR) для оценки инвестиционного риска хедж-фондов (с. 100-104). Проиллюстрированы теоретические проблемы, возникающие при расчете показателя VaR, на примере расчета данного показателя для хедж-фонда «Troika Russia Fund» с применением исторического и параметрического методов на основе данных о доходности самого хедж-фонда и упрощенной информации об открытых позициях. На основе полученных результатов сформулированы особенности вычисления и применения показателя VaR в хедж-фондах. Доказано существенное влияние выбора способа вычисления и исходных данных при расчете показателя VaR на конечный результат (с. 103-109).

5. Разработаны рекомендации для выбора инвестиционной стратегии закрытого паевого хедж-фонда, предназначенного для квалифицированных инвесторов, и обосновано преимущество диверсификации путем инвестирования в ценные бумаги иностранных хедж-фондов (с. 137-140).
6. Обоснована целесообразность внесения изменений в Положение о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами в части изменения условий для получения статуса квалифицированного инвестора и правил распространения паев инвестиционных фондов, предназначенных для квалифицированных инвесторов (с.126-127).

Проведенные автором исследования и полученные результаты обладают теоретической значимостью, так как представляют собой дальнейшее развитие теории инвестиций в области риск-менеджмента. Практическая значимость определяется возможностью использования полученных результатов для разработки методики построения инвестиционного портфеля хедж-фонда.

Полученные в диссертации результаты и выводы могут быть рекомендованы к использованию в учебном процессе при преподавании учебной дисциплины «Инвестиции».

Публикации автора по теме диссертации дают полное представление об отдельных этапах и основных результатах исследования Иевлева А.В. Они свидетельствуют о личном вкладе соискателя в разработку сформулированной научной проблемы. Объем и качество публикаций достаточны для кандидатской диссертации.

Все вышеизложенное позволяет считать теоретические и практические результаты диссертации не вызывающими серьезных возражений. Вместе с тем, отмечая актуальность диссертационного исследования, его новизну и значимость для науки и практики, следует высказать ряд замечаний, не снижающих общей ценности работы:

1. В проведенном в п. 1.3. анализе нормативно-правового регулирования деятельности хедж-фондов в России отсутствует информация о «Положении о снижении (ограничении) рисков, связанных с доверительным управлением активами инвестиционных фондов, размещением средств пенсионных резервов», утвержденном Приказом ФСФР России от 10 ноября 2009 года № 09-45/пз-н («Положение о рисках»). Вместе с тем, указанное в работе «Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» определило лишь общие аспекты деятельности хедж-фондов, а их реальная деятельность стала возможна только после принятия «Положения о рисках».
2. Представленные в работе методики расчета рисков хедж-фондов (п. 2.2) не учитывают установленной «Положением о рисках» специфики, имеющей непосредственное отношение к деятельности хедж-фондов в России, в том числе при расчете ими показателей VaR.
3. Из представленных в работе формул вычисления волатильности (с. 65-67) не ясно, на основании какого типа доходностей (простых процентных или непрерывно начисляемых) проводятся дальнейшие расчеты. Однако от типа используемых доходностей зависит предположение о виде их распределения – нормальное или логнормальное. Так, представленные на стр. 101 формулы перевода месячного VaR в однодневный и недельный предполагают нормальное распределение доходностей (т.е. рассчитанные по простым процентным изменениям), однако далее на стр. 102 представлены формулы вычисления непрерывно начисляемых доходностей (формула 10), которые используются для расчета VaR портфеля на основе открытых позиций (с. 103). Представляется, что автору необходимо прояснить на каком предполагаемом типе распределения основываются предложенные методики расчетов и проведены вычисления.
4. На стр. 105 дано объяснение причины небольшой разницы результатов вычисления показателя VaR рассчитанного историческим и

параметрическим способом с доверительным уровнем 95%. Для данного объяснения упоминается значения квантиля пятого перцентиля распределения Стьюдента семью степенями свободы. Однако изменение степеней свободы влияет только на коэффициент эксцесса, но не на значение скоса. В связи с этим было необходимо рассмотреть распределение доходности различных финансовых инструментов, имеющих отрицательный коэффициент скоса, эмпирическим путем вычислить значения квантиля пятого перцентиля, и сделать соответствующий вывод о степени влияния коэффициента скоса и метода вычисления на показатель VaR на основе дополнительных исследований.

5. На стр. 125 представлен график сравнения доходностей различных портфелей. В то же время во второй главе при рассмотрении графика доходности хедж-фонда Troika Russia Fund автор утверждал, что именно такой тип графика неэффективен, поскольку на нем неоднозначно виден прогресс или регресс.
6. Статистические данные, использованные при рассмотрении инвестиционных стратегий во второй главе, датируются 2008 годом.

Следует отметить, что данные замечания не снижают теоретической и практической ценности полученных результатов научного исследования. Диссертация логично построена, ее структура и содержание соответствуют цели и задачам исследования. Автореферат и опубликованные работы достаточно полно отражают содержание представленной диссертации.

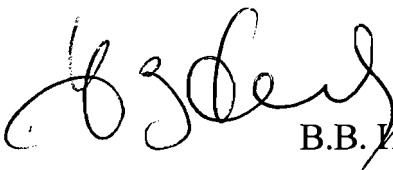
Представленная диссертация Иевлева А.В. на тему «Хедж-фонды в российской финансовой системе и снижение их инвестиционных рисков» является самостоятельно подготовленным законченным исследованием, выполненным на актуальную тему. В ней изложены научно обоснованные экономические разработки, имеющие существенное значение для развития экономики страны и отношений на рынках коллективного инвестирования.

Диссертация соответствует следующим пунктам паспорта специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит: 6.1. Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов; 6.4. Теория и методология проблемы портфельной политики в области ценных бумаг.

Диссертация отражает высокую исследовательскую квалификацию Иевлева А.В. и соответствует требованиям, сформулированным в Положении о порядке присуждения ученых степеней, утвержденном Постановлением Правительства РФ № 74 от 30.01.2002 (с учетом последних изменений). Автор диссертации, Иевлев Алексей Владимирович, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10. – «Финансы, денежное обращение и кредит»

Отзыв подготовлен д.э.н., профессором кафедры Вороновой Н.С. и к.э.н., доцентом кафедры Дарушиным И.А. и утвержден на заседании кафедры теории кредита и финансового менеджмента экономического факультета Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» (протокол № 8 от «13» апреля 2011 г.).

Заведующий кафедрой теории кредита
и финансового менеджмента ЭФ СПбГУ
д.э.н., профессор


В.В. Иванов
подпись заверено
Васильев

