

## ОТЗЫВ

на автореферат диссертации Добриной Марии Валерьевны  
на тему: «Моделирование инвестиционных решений в условиях бинарной  
неопределенности фондового рынка», представленную на соискание  
ученой степени кандидата экономических наук по специальности:  
5.2.2 – «Математические, статистические и инструментальные методы в экономике»

В работе Добриной Марии Валерьевны предложена модель оптимизации портфеля активов. Раздельно рассматриваются положительные и отрицательные изменения доходностей активов, и соответствующие им вероятности таких изменений. Используется диагональная ковариационная матрица, т.е. не учитывается корреляция доходностей активов, как понимаю. Вместо корреляции доходностей вводится понятие взаимодействия, совмещающее в себе понятия ко- и контрмонотонности. Под риском понимается отклонение доходности от ее среднего значения, т.е., как понимаю, рассматривается стандартное отклонение как мера риска.

В работе в числе прочего обосновывается два принципиальных утверждения, выносимые на защиту и несущие научную новизну:

- (1) Общепринятыми являются утверждения о положительной связи доходности и риска. Однако, в работе уточнено, что такая положительная связь имеет место между риском и не просто доходностью, а разницей между доходностью актива и безрисковой ставкой (в работе – инвестиционным потенциалом).
- (2) В работе обосновано, что в оптимальном (наилучшем для предпочтений инвестора) портфеле отсутствуют короткие продажи. Отсутствие коротких продаж появляется как результат использованного алгоритма поиска наилучшего портфеля. Содержательно, такой вывод соответствует сложившейся действительности. Дело в том, что в условиях перехода развитых стран, включая Россию, к политике Центрального банка по таргетированию инфляции, когда задается цель (таргет) по ежегодной инфляции, т.е. по степени, насколько в среднем каждый год умеренно, но положительно будут прирастать цены в экономике, то на долгосрочном горизонте уместнее ожидать, что и цены финансовых активов будут скорее прирастать в среднем, чем снижаться, что будет вести к регулярной выгоде от длинных позиций, нежели чем от коротких.

Отдельным достоинством работы является объем и более того регулярность публикации результатов диссертационного исследования Добриной М.В.

В качестве ограничений исследования, которые могли найти отражение в полном тексте диссертации, могу отметить следующие:

- 1) В работе целесообразно указать время работы разработанного алгоритма по поиску наилучшего портфеля и то, как оно соотносится с использованной частотой первичных данных (целевой будет ситуация, когда поиск портфеля

занимает много меньше времени, чем такт времени, с которым поступают новые данные).

- 2) В работе было бы полезно объяснить, каким образом соискатель предлагает определять параметр «тау» склонности инвестора к риску для использования результатов исследования на практике.

После ознакомления с авторефератом хотел бы адресовать такой вопрос соискателю. В работе предусмотрено разделение доходностей активов на положительные и отрицательные. Тогда не должен ли знак доходности зависеть от типа позиции в активе (длинной или короткой) и не приведет ли учет такой зависимости к заикливанию предложенного алгоритма поиска оптимального портфеля?

Поскольку обозначенные выше замечания не являются критичными, то на основе предложенного автореферата считаю, что диссертация Добриной М.В. соответствует критериям и требованиям Положения о присуждении ученых степеней, предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата экономических наук, а Добрина Мария Валерьевна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.2 – «Математические, статистические и инструментальные методы в экономике».

Руководитель проекта,  
Департамент исследований и прогнозирования Банка России,  
Профессор базовой кафедры Банка России,  
Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»,  
доктор экономических наук по специальности  
08.00.13 – «Математические и  
инструментальные методы в экономике»



Г.И. Пеникас

Банк России  
107016, ул. Неглинная, д. 12, к. В  
Телефон: +7 (499) 300-30-00; факс +7 (495) 621-64-65  
E-Mail: media@cbr.ru; сайт: <http://www.cbr.ru/>

«16» мая 2024 г.

*Подпись Т.И. Стенская*

*урастоверю*

Ведущий эксперт отдела кадрового  
сопровождения центрального аппарата  
Управления кадрового сопровождения  
Департамента кадровой политики



*Мельникова Т.В.*