

УТВЕРЖДАЮ:

проректор по научной работе
Федерального государственного
бюджетного образовательного
учреждения высшего образования
«Санкт-Петербургский
государственный экономический
университет»

д.т.н. проф. А.Е. Карлик



2014 г.

ОТЗЫВ ВЕДУЩЕЙ ОРГАНИЗАЦИИ

на диссертацию Лупыря Алексея Александровича по теме
«Секьюритизация ипотечных активов: механизм, инструменты, подходы к
управлению рисками», представленную на соискание
ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10
«Финансы, денежное обращение и кредит»

Актуальность темы диссертационного исследования

Диссертационная работа А.А. Лупыря посвящена теме секьюритизации ипотечных активов, которая все шире применяется в качестве инновационной технологии рефинансирования российскими участниками финансовых отношений, прежде всего в сфере ипотеки. В последние десятилетия в банковской практике стали активно использовать различные финансовые инновации и инструменты. Исследуемая соискателем финансовая техника

является на сегодняшний день одним из наиболее востребованных способов финансирования на финансовом рынке.

Мировой опыт показывает, что выпуск ипотечных ценных бумаг является для кредитных организаций источником финансирования ипотечной деятельности, расширения портфеля ипотечных кредитов, а также стимулирует банковский сектор в целом. Страны, где используется механизм секьюритизации ипотечных кредитов, достигли больших успехов в развитии ипотечного рынка.

Диссертация, в рамках которой исследуются теоретические и прикладные аспекты применения инструментов секьюритизации ипотечных активов и управления рисками основных участников секьюритизации ипотеки, безусловно, является актуальной.

Область диссертационного исследования

Тема диссертационного исследования и его содержание соответствуют требованиям паспорта специальности ВАК 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» (экономические науки) по следующим пунктам:

9.3. Развитие инфраструктуры кредитных отношений, современных кредитных инструментов, форм и методов кредитования.

9.7. Эволюция кредитных отношений, закономерности и современные тенденции их развития, взаимодействие кредита с денежным оборотом, финансами, финансовым рынком, усиление влияния кредита на производство и реализацию общественного продукта.

9.8. Финансовое посредничество и роль банков в его осуществлении.

10.10. Финансовые инновации в банковском секторе.

10.20. Финансовое обеспечение банковской деятельности. Долевое и долговое финансирование банковской деятельности.

Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, их научная достоверность

Теоретическую основу диссертационного исследования составляют труды ведущих российских и зарубежных ученых в области секьюритизации активов, теорий финансов и кредита, банковского дела, финансовых рынков, инвестиционного анализа, финансового менеджмента и инжиниринга, а также

законодательные акты и нормативные документы Российской Федерации, США, международных организаций в сфере регулирования финансово-кредитных отношений, критически проанализированные автором.

Высокая степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, обеспечивается использованием современных методов научного анализа, включая математическое моделирование.

Диссертационное исследование А.А. Лупыря в целом представляет собой самостоятельный и оригинальный научный труд. Четко сформулированные цели и задачи исследования задают его стройную логику и позволяют полностью раскрыть тему. Научные положения, сформулированные в диссертации, вписываются в современную систему знаний по вопросам применения инновационных финансовых механизмов и инструментов в сфере ипотечного кредитования и существенно расширяют ее. Основные результаты диссертационного исследования опубликованы и представлены научной общественности на научных и научно-практических конференциях.

Полученные соискателем результаты научно достоверны, имеют необходимое теоретическое обоснование и подкрепляются анализом эмпирического материала.

К достоинствам диссертационного исследования следует отнести и то, что оно написано профессиональным языком с соблюдением правил научной стилистики и логической последовательности обоснований. Несмотря на присущий исследуемой области объективный недостаток математической сложности, диссертанту удалось доступно изложить результаты исследования.

Автором проведено глубокое исследование проблемы, рассмотрен широкий спектр существующих подходов и тщательно проанализированы их недостатки. Автор обоснованно подошел к предложению рекомендаций по методам оценки ипотечных ценных бумаг для целей секьюритизации ипотечных активов. Содержание и структура диссертации находятся в логическом единстве и соответствуют поставленной цели исследования. Структура диссертации сформирована с учетом соблюдения причинно-следственной связи и последовательности в решении поставленных задач.

Достоверность и научная новизна диссертационного исследования заключается в разработке и обосновании методического подхода к оценке ипотечных ценных бумаг.

Основные научные результаты диссертационного исследования.

В диссертационной работе последовательно раскрыт процесс становления концептуальных основ секьюритизации активов. Автор определил предпосылки и причины появления техники секьюритизации активов на современном этапе. Выявлены основные тенденции, особенности и закономерности становления секьюритизации активов в условиях рыночной экономики, исследована причинно-следственная связь развития секьюритизации активов, под которой автор понимает нормативно регламентируемую финансовую технику, позволяющую кредитору рефинансировать свою деятельность и распределять риски между различными участниками сделки путём выпуска ценных бумаг, обеспеченных потоком платежей, генерируемых обособленным пулом финансовых активов.

С помощью сравнительного анализа определены экономические категории «секьюритизация», «секьюритизация активов», «секьюритизация ипотечных кредитов» и выявлена их экономическая сущность. Определение термина «секьюритизация ипотечных кредитов», по мнению А.А. Лупыря, не должно включать только сделки действительной продажи активов, поскольку такая интерпретация полноценно не передаёт содержания термина. Авторское определение понятия «секьюритизация ипотечных кредитов» включает только сущностные характеристики. В интерпретации не отражаются особенности каждой модели, но, тем не менее, охватываются все виды сделок секьюритизации ипотечных кредитов.

Автором разработана классификация механизмов секьюритизации ипотечных активов, которая представляет технику секьюритизации ипотечных кредитов с точки зрения её роли и места среди всех других однородных техник, а также включает структуру моделей, которые с ней связаны. Структура показывает секьюритизацию ипотечных кредитов в её моделях. В составленной классификации предлагаются следующие общие механизмы: секьюритизация бизнеса, секьюритизация ипотечных активов и синтетическая секьюритизация

ипотечных активов. Критерием для определения общего механизма каждой классификационной группы является совокупность особенностей реализации конкретного механизма. В качестве критерия отнесения какой-либо модели к исходному механизму выступает их однородность.

Автор обосновал, что MBS и ABS относятся к одной категории ценных бумаг, но они различаются по двум признакам: степень риска и эмиссионные характеристики, причем MBS рассматривается как отдельный инвестиционный инструмент, не являющийся подвидом ABS.

В работе предложен авторский подход и алгоритм для проведения оценки досрочного погашения ипотечных кредитов и рассмотрены различные способы расчета денежных потоков по переводным ипотечным ценным бумагам, а также разработана методика, позволяющая оценивать такие денежные потоки.

Кроме того, в процессе исследования автором определены новые, не исследованные ранее факторы. Диссертантом отмечается, что значение скорости досрочного погашения непосредственно влияет на уровень риска по ипотечной облигации, поэтому для более точного измерения риска следует использовать среднюю продолжительность жизни или дюрацию. Также было доказано, что если между изменениями дневного спреда с учётом опциона и доходности наблюдается значительная зависимость, причём с отрицательной корреляцией, то эмпирическая дюрация короче эффективной.

Практическая значимость диссертационного исследования и рекомендации по использованию полученных результатов

Диссертация не только вносит определенный вклад в экономическую науку, но и обладает большой практической ценностью. Разработанные автором методики по оценке досрочного погашения ипотечных кредитов и денежных потоков по переводным ипотечным ценным бумагам можно использовать при структурировании сделок секьюритизации ипотечных активов. Отдельные положения диссертации можно учитывать при разработке нормативно-правовой базы регулирования отношений на рынке секьюритизации ипотечных активов.

Представляется целесообразным использование результатов исследования в учебном процессе при изучении различных курсов в высших

учебных заведениях по дисциплинам «Банковское дело», «Финансовые рынки», «Инвестиционный анализ», «Деньги. Кредит. Банки». Материалы диссертации могут также послужить основой для подготовки аналитических сообщений, учебных пособий и специальных курсов.

Замечания по работе

1. Обзор некоторых устаревших подходов к трактовке сущности и форм секьюритизации, имеющийся в первой главе, кажется излишним. Его стоило вынести во введение в виде исторической справки или совсем опустить.

2. Представляется целесообразным более подробно рассмотреть направления совершенствования российской нормативной базы рынка секьюритизации активов.

3. На наш взгляд, автору следовало более детально рассмотреть факторы, стимулирующие развитие рынка ипотечных ценных бумаг в России, а не в США (стр. 34-46).

4. Автором на стр. 76 указано, что с точки зрения российской практики, наиболее приемлемые условия для секьюритизации ипотечных активов обеспечены в Ирландии, Люксембурге и Нидерландах, однако, стоит также проанализировать, для каких зарубежных стран являются привлекательными капиталовложения в портфели российских ипотечных кредитов.

5. На стр. 88 приводится сравнительный анализ зарубежных ипотечных ценных бумаг с российскими, однако, резидентами каких стран являются эмитенты зарубежных ипотечных инструментов, не указано.

В целом отмеченные недостатки диссертационной работы не снижают ее высокий теоретический и научно-практический уровень.

Общее заключение

Диссертационное исследование является глубоким научным трудом, обеспечивающим приращение научного знания в области исследования отдельных аспектов секьюритизации ипотечных активов и предлагающим новые подходы к решению прикладных проблем.

Содержание автореферата полностью соответствует положениям, изложенным в диссертации. По теме диссертационного исследования автором опубликована 31 работа, в т.ч. 9 статей в журналах, входящих в перечень

российских рецензируемых научных изданий, утверждённый ВАК РФ.

Диссертационная работа отвечает требованиям п. 9 «Положения о присуждении учёных степеней», утверждённого постановлением Правительства РФ от 24 сентября 2013 г. № 842 «О порядке присуждения учёных степеней», а ее автор, Лупырь Алексей Александрович, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

Заведующий кафедрой корпоративных финансов и оценки бизнеса Санкт-Петербургского государственного экономического университета доктор экономических наук, профессор

Владимир Анатольевич Черненко

28.08.14

Адрес: 191023, г. Санкт-Петербург, ул. Садовая, д. 21.
Эл. почта: dept.kkfob@unecon.ru
Тел.: 8 (812) 310-36-94

Подпись заверено
Заместитель
Управления

начальник
кафедры



Е. В. Вилерова