

В Диссертационный совет ФГБОУ ВО
«Российская академия народного хозяйства и
государственной службы при Президенте
Российской Федерации»
119571, г. Москва, проспект Вернадского, д.82

ОТЗЫВ

официального оппонента, члена диссертационного совета
Российской академии народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации
на диссертацию Черновой Марии Игоревны «Коллективные инвестиции и
факторные стратегии как инструменты формирования индивидуальных
портфелей частных инвесторов», представленной на соискание учёной
степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 – «Финансы»

Актуальность темы диссертационного исследования. На протяжении длительного времени доминирующей формой сбережений населения в российской экономике являлись банковские депозиты и схожие инструменты с низким риском. В последнее время наблюдается рост интереса к фондовому рынку, вызванный резким снижением реальной доходности банковских депозитов, активной рекламой брокерских услуг, внедрением привлекательных налоговых льгот для частных инвесторов, открывающих индивидуальные инвестиционные счета. Как результат, выросла востребованность инструментов рискованного класса активов, а именно акций российских эмитентов. В то же время, средний инвестор в России сталкивается с ограничениями достижения диверсификации вследствие значительной стоимости требуемых вложений и высоких комиссий. Как следствие, портфели частных инвесторов несут неоправданно высокие риски, не согласующиеся с целями их обладателей. Это обуславливает практическую значимость и актуальность задачи исследования проблем построения диверсифицированных портфелей частных инвесторов с низкими транзакционными издержками, с параметрами доходности и риска, соответствующими персональным финансовым целям инвесторов. Это предполагает повышение привлекательности для инвесторов различных форм коллективных инвестиций.

В зарубежной литературе этим вопросам уделено достаточно большое внимание. Конкурентные условия на ряде зарубежных рынков обусловили формирование развитой системы коллективных инвестиций, включающей ликвидные, прозрачные и диверсифицированные фонды с низкими первоначальными вложениями и издержками. При этом институт коллективных инвестиций в России, к сожалению, нельзя считать успешным, а основные финансовые инвестиции населения осуществляются в базовые активы вместо покупки диверсифицированных портфелей. Идеи активных инвестиций и азарт переиграть рынок доминируют над классическими пассивными стратегиями.

В диссертационном исследовании Черновой Марии Игоревны получены результаты, имеющие высокую теоретическую и практическую значимость. В частности, обосновано, что формирование инвестиционных фондов с простым алгоритмом отбора активов на основе факторных стратегий, низкими издержками и прозрачной информацией позволяет улучшить параметры доходности и риска портфелей частных инвесторов, дает им возможность самостоятельного формирования портфеля с учетом их риск-профиля, что в итоге обеспечит приток средне- и долгосрочных инвестиций, которые будут способствовать развитию внутреннего финансового рынка.

Новизна научных результатов, полученных в диссертационном исследовании, состоит в теоретическом и эмпирическом обосновании новых подходов к повышению эффективности портфелей частных инвесторов на российском фондовом рынке. В числе представленных результатов диссертационного исследования Черновой М. И. можно выделить следующие:

1. Обосновано, что индивидуализация портфелей частных инвесторов представляет собой важную компоненту процесса формирования портфелей и позволяет инвестору самостоятельно или с помощью финансовых консультантов учитывать при принятии инвестиционных решений не только индивидуальный риск-профиль, но и использовать преимущества диверсификации, коллективных инвестиций и факторных инвестиционных стратегий. Все это позволяет российскому инвестору улучшать качество своих портфелей на внутреннем

рынке с учетом имеющихся ограничений по числу и составу эмитентов и финансовых инструментов.

2. Проведенный в рамках диссертационного исследования эмпирический анализ с применением методов портфельного моделирования и количественных статистических методов, показал, что широкая диверсификация портфелей и факторные стратегии инвестирования на современном фондовом рынке России несут преимущества инвесторам. Потенциальная доступность таких стратегий для среднестатистического частного инвестора открывает новые возможности и формирует спрос на инструменты коллективных инвестиций.

3. Анализ отрасли коллективных инвестиций с применением разработанного автором алгоритма для определения инвестиционного стиля фондов и его динамики показал, что текущее состояние отрасли имеет большой потенциал для внедрения новых инструментов и расширения возможностей частных инвесторов. Это позволит более эффективно строить их портфели и управлять рисками инвестиций в акции внутренних эмитентов в России.

Достоверность и обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, представленных в диссертационном исследовании. Достоверность и обоснованность результатов, положений и рекомендаций, выносимых на защиту, подтверждается корректным использованием качественных и количественных методов портфельного моделирования, стохастического и количественного анализа в процессе работы с эмпирическими данными, адекватной информационной базой исследования, в которую входят данные большого числа источников, включая данные Банка России, Московской Биржи, информационно-аналитических агентств Bloomberg, Cbonds и Investfunds. Диссертационное исследование опирается на обширный анализ международной и отечественной литературы, а результаты и применяемые подходы к вычислениям не противоречат положениям общей экономической теории, теории финансовых рынков и результатам, описанным в научных трудах ведущих авторов по данной тематике. Чернова М. И. за период подготовки диссертационного исследования опубликовала тринадцать работ в ведущих рецензируемых научных изданиях, а также была одним из разработчиков двух

зарегистрированных в качестве РИД авторских баз данных «Конструктор САРМ» и «Конструктор ПИФ». Результаты диссертационного исследования докладывались на российских и международных конференциях.

Замечания и дискуссионные моменты, содержащиеся в диссертационном исследовании. Несмотря на высокую значимость и общее положительное впечатление от изучения результатов проведенного исследования, можно выделить некоторые недостатки.

1. Период проведения исследования и составленные соискателем базы данных ограничены 2021 годом, а основным фокусом работы стали открытые паевые инвестиционные фонды, которые чаще имеют активную стратегию управления и меньше подходят под образ понятия «строительных блоков», используемый в работе. С 2018 года в России начали активно развиваться биржевые инвестиционные фонды, в основе которых чаще заложены пассивные стратегии, что больше соответствует потребностям реализации тех подходов, которые предлагаются в диссертационном исследовании. Тем не менее, несмотря на то, что в разделе 2.2 диссертации отмечена эта тенденция, деятельность биржевых фондов акций практически не исследуется.

2. При построении факторных стратегий в не полной мере проводится анализ чувствительности к таким потенциальным смещениям, как ошибка выжившего, параметры алгоритма отбора ценных бумаг, влияние кризисных событий на фондовом рынке. Это может значительно повлиять на конечные выводы и требует комментариев соискателя.

3. Применимость предлагаемых концепций тестируется на открытых паевых инвестиционных фондах, как следует из текста. Эти же фонды критикуются за высокие издержки. Однако в исследовании не обсуждаются тренды относительно роста или снижения издержек в последние годы, а также отдельно не выделяются, кроме как в разделе 2.2, биржевые фонды со значительно более низкими издержками. С этой точки зрения рекомендация по снижению издержек и поиска путей снижения для открытых биржевых фондов вызывает сомнения.

4. В конце раздела 2.1 представлены оценки Банка России относительно количества акций в портфелях частных инвесторов на начало 2023 года. При

формировании вывода в разделе эти данные сопоставляются с результатами, полученными в анализе периода с 2010 по 2021 год. При этом не обсуждается корректность таких сопоставлений.

5. В разделе 3.2 представлен авторский алгоритм оценки инвестиционного стиля паевых инвестиционных фондов акций. При этом результаты его применения демонстрируются на нескольких частных кейсах без комментариев о том, почему именно эти фонды представляют интерес и были выбраны для столь детального обсуждения.

Данные замечания следует рассматривать как рекомендации для учета в последующих исследованиях автора по данной проблематике. На общее положительное мнение значимости и высокой актуальности для российского рынка представленных диссертантом результатов данные замечания не влияют.

Общая оценка диссертационного исследования. Тема и содержание диссертационного исследования соответствуют пунктам 1 «Теория и методология финансовых исследований»; «Небанковские финансовые институты»; 7 «Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере»; 20 «Финансы домохозяйств. Личные финансы»; 22 «Финансовые инструменты и операции с ними» паспорта научной специальности 5.2.4 – «Финансы» Высшей аттестационной комиссии Российской Федерации. Диссертационное исследование оформлено в соответствии с установленными требованиями. Исследование обладает внутренним единством и содержит новые научные положения, которые свидетельствуют о личном вкладе Черновой М. И. в науку, расширяют и углубляют знания о влиянии факторов различной природы на динамику российского фондового рынка. Результаты исследования аргументированы, базируются на репрезентативном материале, обладают теоретической и практической значимостью.

Заключение: Диссертация Черновой Марии Игоревны «Коллективные инвестиции и факторные стратегии как инструменты формирования индивидуальных портфелей частных инвесторов» является научно-квалификационной работой, в которой содержится решение задачи, имеющей

важное значение для развития экономической науки и практики, что соответствует требованиям Порядка присуждения ученой степени кандидата наук, ученой степени доктора наук в Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, утвержденного приказом ректора ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» от 7 декабря 2021 года № 02-1336, а Чернова Мария Игоревна заслуживает присуждения ей ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 – «Финансы».

Официальный оппонент,
профессор Департамента финансовых рынков
и финансового инжиниринга Финансового факультета,
главный научный сотрудник Института финансовых
исследований Финансового факультета
федерального государственного образовательного
бюджетного учреждения высшего образования
«Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»,
доктор экономических наук, доцент

К.В.

Константин Владимирович Криничанский

125167, г. Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2

Телефон: +7(963)082-7790.

Электронный адрес: kkrin@fa.ru

