

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

ОТЗЫВ

Председателя 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. В диссертации рассматривается проблема развития частного инвестирования и роста его эффективности в России с помощью повышения популярности паевых инвестиционных фондов среди частных инвесторов. Недостаточная популярность коллективных инвестиций в РФ обусловлена несколькими факторами, включая низкую эффективность деятельности фондов, высокие комиссии и низкую прозрачность информации. Указанные проблемы снижают доверие частных инвесторов к паевым инвестиционным фондам, создают у них неуверенность в правильности принимаемых инвестиционных решений, что оказывает отрицательное влияние на потенциал роста внутренних сбережений и финансового рынка.

В диссертации Черновой Марии Игоревны предложены практически реализуемые механизмы формирования индивидуальных портфелей частных инвесторов и совершенствования деятельности паевых инвестиционных фондов акций, которые способны сделать инвестиции в акции более привлекательными и безопасными для частных инвесторов. Ее исследование обосновывает активное использование преимуществ диверсификации вложений и ориентировано на улучшение доступности, повышение

информационной прозрачности фондов и рост роли факторных стратегий, обладающих высоким потенциалом на внутреннем рынке.

Использование более разнообразного инструментария и улучшение инвестиционной среды для частных инвесторов в России может способствовать росту долгосрочных сбережений и глубины финансового рынка, а также российской экономики в целом, что определяет несомненную актуальность диссертационного исследования Черновой Марии Игоревны.

Новизна научных результатов, полученных в диссертационном исследовании, определяется тем, что соискателем поставлена и впервые успешно решена научная проблема формирования подходов к повышению эффективности индивидуальных портфелей частных инвесторов с учетом ограниченного набора эмитентов на внутреннем фондовом рынке России. К числу наиболее существенных результатов, полученных Черновой М. И. в ходе исследования, относятся следующие.

1. Раскрыт механизм использования принципа «индивидуализации портфелей» частных инвесторов на российском внутреннем фондовом рынке. При этом учитываются индивидуальный риск-профиля, инвестиционные цели и временной горизонт при составлении портфелей частных инвесторов, а также важность наличия прозрачного и понятного набора финансовых инструментов для формирования портфеля. Показано, что большую роль в этом процессе имеют факторные стратегии, возможности применения которых еще не исчерпаны на российском рынке.

2. Продемонстрировано, что текущее состояние отрасли коллективных инвестиций в РФ не позволяет в полной мере применять принцип индивидуализации и комбинировать фонды внутри портфеля частного инвестора. Разработанный в диссертации алгоритм анализа инвестиционного стиля фондов акций на основе построенных оценок факторных рыночных премий выявил проблему смешанных и концентрированных текущих стратегий фондов. Формирование более простых и дешевых фондов с большей диверсификацией портфеля позволило

бы улучшить возможности частных инвесторов на внутреннем российском рынке.

3. На основе разработанной при участии Черновой М. И. уникальной публичной базы данных о деятельности российских паевых инвестиционных фондов проведен детальный анализ отрасли коллективных инвестиций. Выявлены основные препятствия использования фондов акций при формировании индивидуальных портфелей частных инвесторов, включая непрозрачность информации, высокую концентрацию портфелей и высокие издержки. Показано, что использование стратегий факторного инвестирования позволяет диверсифицировать портфели и повысить их результативность.

Достоверность и обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, представленных в диссертационном исследовании. Научные положения, выносимые на защиту Черновой М. И., достоверны и обоснованы, что связано с использованием многократно апробированных в современных экономических исследованиях теоретических и эмпирических методов. Кроме того, исследование опирается на обзор большого объема зарубежных и отечественных работ, посвященных аспектам портфельного инвестирования и управления рисками, а также анализу эффективности коллективных инвестиций. Адекватным представляется выбор источников данных, в числе которых данные международных организаций, в частности Schroders, Investment Company Institute, FINRA, статистика Банка России, ПАО «Московская биржа ММББ-ПТС» (Московская биржа) и информационных ресурсов Bloomberg, Investfunds, Cbonds. По теме диссертации Черновой М. И. опубликовано двадцать научных работ, тринадцать из которых - в ведущих рецензируемых научных журналах.

Замечания и дискуссионные моменты, содержащиеся в диссертационном исследовании. Несмотря на общее положительное впечатление, диссертация не лишена ряда недостатков.

1. В диссертации основной фокус исследования направлен на открытые

паевые инвестиционные фонды акций, которые зачастую имеют активные инвестиционные стратегии, сопряженные с высокими издержками. Причем зачастую управляющие фондами финансово заинтересованы в более высоких комиссиях, а не получают прибыль за счет большого числа инвесторов в паи фондов. При этом в анализе в меньшей степени рассматриваются биржевые инвестиционные фонды, стратегии которых чаще сфокусированы на следовании определенным индексам, а также альтернативные финансовые инструменты, такие как фонды недвижимости, облигаций и пр. Поэтому вывод о низкой эффективности отрасли коллективных инвестиций должен быть уточнен с учетом специфики выборки объектов для анализа.

2. Эффективность различных стратегий (вполне правомерно) оценивается в диссертации прежде всего по сравнению с такими бенчмарками, как фондовый индекс, безрисковые вложения итп. Однако в работе практически отсутствует оценка и сопоставление различных направлений инвестиций в реальном выражении (с учетом инфляции) или в одной валюты (с учетом изменения обменного курса рубля). Более широкий взгляд на инвестиционные стратегии в контексте межстранового анализа и с учетом макроэкономической ситуации позволил бы обогатить анализ. Макроэкономические факторы также было бы полезно учесть при разработке факторных стратегий.

3. В работе не описано, является ли представленный набор факторных стратегий исчерпывающим. Не оцениваются такие стратегии, как инвестирование в акции с высоким или низким риском, высокой или низкой рентабельностью и высоким или низким вкладом в основные инвестиции и научную разработку.

4. Анализ заканчивается 2021 годом, однако с учетом того, что диссертация защищается в середине 2023 года было бы полезно расширить рассматриваемый период. Очевидно, что в 2022 году ситуация в экономике России в целом и на финансовом рынке в частности значительно изменилась, однако в условиях ограниченного доступа российских инвесторов к ведущим мировым финансовым рынкам значимость полученных в диссертации

результатов лишь выросла. В связи с этим интересно было бы попробовать оценить устойчивость полученных результатов в новых условиях.

Однако данные замечания не влияют на общую положительную оценку работы, новизна и актуальность полученных диссертантом результатов несомненна.

Общая оценка диссертационного исследования. Тема и содержание диссертационного исследования соответствуют паспорту специальности 5.2.4 «Финансы» ВАК при Минобрнауки России: п. 1 «Теория и методология финансовых исследований»; п. 6 «Небанковские финансовые институты»; п. 7 «Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере»; п. 20 «Финансы домохозяйств. Личные финансы»; п. 22. «Финансовые инструменты и операции с ними». 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 подходах и методах повышения эффективности портфелей частных и коллективных инвесторов на российском фондовом рынке. Результаты исследования аргументированы, базируются на эмпирическом материале, обладают теоретической и практической значимостью.

Вывод: 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».

Председатель диссертационного совета РАНХиГС,
доктор экономических наук,
директор Центра изучения проблем
центральных банков Института
прикладных экономических исследований
ФГБОУ ВО «Российская академия
народного хозяйства и государственной
службы при Президенте
Российской Федерации»



П. В. Трунин

«13» июня 2023 г.

Подпись заверяю:

Почтовый адрес: 119571, г. Москва, проспект Вернадского, 82–84, корпус 9

Телефон/факс: +7 (499) 956-96-52

Электронная почта: trunin-pv@ranepa.ru



Подпись П.В. Черновой
Чернова П.В. директор центра изучения проблем центральных банков
Михолюк Т.Н.