

ЗАКЛЮЧЕНИЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО СОВЕТА

на базе Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» (созданного приказом и.о. ректора РАНХиГС от 6 июня 2023 г. № 01–13258) по защите диссертации Черновой Марии Игоревны на тему «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».

Диссертация Черновой Марии Игоревны на соискание ученой степени кандидата экономических наук «Коллективные инвестиции и факторные стратегии как инструменты формирования индивидуальных портфелей частных инвесторов» выполнена в Институте прикладных экономических исследований (ИПЭИ) федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» (РАНХиГС).

Диссертация принята к защите на основании приказа и.о. ректора РАНХиГС от 6 июня 2023 г. № 01–13258.

Научный руководитель – кандидат экономических наук Абрамов Александр Евгеньевич, заведующий Лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС.

В 2011 г. Чернова Мария Игоревна с отличием окончила бакалавриат на Экономическом факультете РАНХиГС по направлению «Экономика».

В 2013 г. с отличием окончила магистратуру на Экономическом факультете РАНХиГС по направлению «Экономика», специализация «Экономика и финансы».

В 2016 поступила в аспирантуру по направлению 38.06.01 – «Экономика» в РАНХиГС. В 2017 году Чернова М. И. закончила обучение в аспирантуре.

В 2014 году Чернова Мария Игоревна принята на должность научного сотрудника Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС. В 2022 году была переведена на должность старшего научного сотрудника Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС.

На диссертацию Черновой Марии Игоревны дали положительные отзывы официальные оппоненты:

Криничанский Константин Владимирович, официальный оппонент, доктор экономических наук, доцент, профессор Департамента финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации».

Отзыв положительный, содержит замечания относительно: целесообразности ограничения анализа только открытыми инвестиционными фондами с учетом их более высоких издержек; потенциально необходимого расширения описания анализа зависимости приведенных результатов по факторным стратегиям от параметров их построения и кризисных событий; недостаточного обоснования разных периодов времени и выбора кейсов для иллюстраций в тексте.

В отзыве указано, что замечания следует рассматривать как рекомендации для последующих исследований, однако они не влияют на общее положительное мнение об актуальности и новизне представленных диссертантом результатов.

Теплова Тамара Викторовна официальный оппонент, доктор экономических наук, профессор базовой кафедры инфраструктуры финансовых рынков Факультета экономических наук ФГАОУ ВО «НИУ «Высшая школа экономики»», директор центра финансовых исследований и анализа данных Факультета экономических наук ФГАОУ ВО «НИУ «Высшая школа экономики»».

Отзыв положительный, содержит замечания относительно: целесообразности ограничения периода анализа 2021 годом и необходимости дополнения анализа исследованием влияния транзакционных издержек на выгоды предлагаемых факторных стратегий; сокращенного описания потенциальных проблем, возникающих при количественной оценке эконометрических моделей; небольших недостатков в обзоре литературы; сокращенного тестирования выгод от диверсификации; недочетов в оформлении отдельных графиков и таблиц.

В отзыве указано, что данные замечания не влияют на общую положительную оценку работы и не подвергают сомнению новизну полученных диссертантом результатов. Они могут рассматриваться в качестве рекомендаций для расширения последующих исследований по данной проблематике.

На диссертацию поступили положительные отзывы Председателя и членов диссертационного совета:

- 1. Трунин Павел Вячеславович**, председатель диссертационного совета, доктор экономических наук, директор Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС.

Отзыв положительный, содержит замечания относительно: необходимости обоснования исключения биржевых фондов из анализа; целесообразности включения макроэкономических факторов в проведенный анализ; ограниченного числа оцененных факторных стратегий; целесообразности включения в анализ данных за 2022 и 2023 год.

На общую положительную оценку работы данные замечания не влияют, они должны рассматриваться как рекомендации продолжения работ по тематике диссертационного исследования.

- 2. Ведев Алексей Леонидович**, член диссертационного совета, доктор экономических наук, заведующий научно-исследовательской лабораторией структурных исследований ИПЭИ РАНХиГС, заведующий кафедрой управления инновационными проектами и

цифровой трансформацией Высшей школы корпоративного управления РАНХиГС

Отзыв положительный, содержит замечания относительно: целесообразности расширения мер риска для оценки рассматриваемых стратегий; недостаточной детализации отдельных источников литературы в тексте диссертации; отсутствия определения отдельных терминов.

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

3. Полозков Михаил Геннадьевич, член диссертационного совета, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры экономики и финансов общественного сектора Факультета государственного управления экономикой ИГСУ РАНХиГС.

Отзыв положительный, содержит замечания относительно: неточности отдельных формулировок в тексте; возможности улучшения структуры раздела 3.3; отсутствия пояснений об использовании различных периодов для разных данных.

Данные замечания не влияют на общую положительную оценку работы, новизна и актуальность остаются крайне высокими с практической и теоретической точек зрения.

Во всех отзывах отмечено, что диссертационная работа Черновой М.И. выполнена самостоятельно, характеризуется актуальностью, научной новизной, научно-теоретической, научно-практической и научно-методологической значимостью. При указании недостатков авторами отзывов отмечается, что имеющиеся замечания не снижают значимости диссертационного исследования в целом, научной ценности полученных результатов и положений, выносимых на защиту.

За период проведения исследования по теме диссертации автором было опубликовано 22 научных работы общим объемом 31 а. л. (авторский объем 11 а. л.), в том числе 13 работ авторским объемом 4 а. л. опубликованы в

рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России. При участии автора сформированы и зарегистрированы как РИД 2 базы данных.

Перечень публикаций автора:

Статьи в изданиях, рекомендованных ученым советом РАНХиГС и входящих в «Перечень рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций, установленный ВАК при Минобрнауки России»:

- 1) Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Долгосрочные портфельные инвестиции: новый взгляд на доходность и риски // Вопросы экономики. 2015. № 10, сс. 54–77;
- 2) Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Акции против облигаций в стратегиях долгосрочных инвесторов // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2016. № 3, сс. 26–44;
- 3) Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Эффективность управления портфелями паевых инвестиционных фондов акций и ее оценка // Экономическая политика. 2019. № 4, сс. 8–47;
- 4) Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Модели ценообразования акций российских компаний и их практическое применение // Вопросы экономики. 2019. № 3, сс. 48–76;
- 5) Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Влияние дивидендного фактора на инвестиционную привлекательность акций российских компаний // Экономическое развитие России. 2019. № 5, сс. 38–46;
- 6) Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Детерминанты поведения частных инвесторов на российском фондовом рынке // Экономическая политика. 2020. № 3, сс. 8–43;
- 7) Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Российский фондовый рынок: тенденции, вызовы, ориентиры развития // Вопросы экономики. 2021. № 11, сс. 5–32;

8) Абрамов А. Е., Косырев А. Г., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Поведение частных инвесторов на фондовых рынках России и США // Экономическое развитие России. 2021. № 12, сс. 54–59.

9) Абрамов А. Е., Косырев А. Г., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Опыт и уроки публичных размещений акций на фондовых рынках США, Китая и России // Экономическое развитие России. 2021. № 5, сс. 14–20.

10) Абрамов А. Е., Косырев А. Г., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Мировые финансовые рынки в 2020 г.: предварительные итоги // Экономическое развитие России. 2021. № 1, сс. 11–15.

11) Абрамов А. Е., Косырев А. Г., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Факторное инвестирование в условиях повышенной волатильности финансовых рынков // Экономическое развитие России. 2022. № 2, сс. 45–51.

12) Абрамов А. Е., Косырев А. Г., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Российский рынок акций в 2021 г. и в начале 2022 г. // Экономическое развитие России. 2022. № 1, сс. 36–42.

13) Абрамов А. Е., Косырев А. Г., Чернова М. И. Какой в новых условиях должна быть стратегия развития фондового рынка // Экономическое развитие России. 2022, № 5, сс. 47–50.

Результаты интеллектуальной деятельности:

1) Свидетельство о государственной регистрации базы данных № 2022622470 «Факторы риска акций на российском рынке 2022».

2) Свидетельство о государственной регистрации базы данных № 2022623301 «Конструктор ПИФ 2022».

Публикации соответствуют теме диссертационного исследования, отражают полученные результаты и раскрывают его основные положения.

На основании рассмотрения и обсуждения итогов диссертационного исследования, выполненного соискателем, диссертационный совет установил следующее:

1. Научная новизна теоретических положений, выводов и рекомендаций, содержащихся в диссертационном исследовании Черновой Марии Игоревны, заключается в достижении следующих результатов:

1. В исследовании Черновой Марии Игоревны обосновано понятие индивидуализации портфелей частных инвесторов, позволяющее более полно учитывать влияние индивидуальных особенностей каждого человека при формировании и реструктуризации своего портфеля, а также создавать модели бизнеса финансовых посредников, дающие возможность сочетать коммерческие выгоды от оказания финансовых услуг с повышением доходностей портфелей клиентов и разумным управлением рисками.

2. На основе проведенного анализа обширных эмпирических данных в диссертационном исследовании обоснованы преимущества широкой диверсификации портфелей частных инвесторов на внутреннем фондовом рынке с учетом влияния на данный процесс различных временных горизонтов инвестирования, а также дана оценка сложностей, с которыми сталкиваются частные инвесторы при построении своих индивидуальных портфелей за счет прямых инвестиций в ограниченный круг акций.

3. На длинных временных горизонтах обоснованы преимущества различных факторных стратегий по сравнению с популярными фондовыми индексами и результатами деятельности ПИФов акций.

4. На основе широкой выборки данных проведено уникальное исследование открытых ПИФов акций, результаты которого позволяют не только обосновать низкий уровень эффективности их портфелей с точки зрения параметров доходности и риска, но и показать резервы улучшения характеристик этих портфелей, а также уровня прозрачности информации и понимания оценок эффективности частными инвесторами.

5. На основании факторных моделей ценообразования акций в исследовании предложена уникальная методика анализа портфелей действующих ПИФов акций, позволяющая инвесторам анализировать особенности их инвестиционных стратегий в условиях недостаточной

информации о них в официальных декларациях самих фондов.

6. Сформулированы конкретные предложения, позволяющие заинтересовать управляющие компании фондов во внедрении предложенных в диссертации подходов в практику своей деятельности.

2. Теоретическая значимость результатов исследования состоит в разработке методологии оценки эффективности факторных стратегий, учитывающей особенности российского рынка акций; разработке методики оценки инвестиционных стилей паевых инвестиционных фондов акций на основе выявления их подверженности различным факторам риска и динамики инвестиционных стратегий; обосновании применения методологии оценки факторных стратегий в коллективном инвестировании, что в совокупности способно повлиять на появление нового принципа формирования паевых фондов акций.

3. Практическая значимость результатов исследования состоит в обосновании комплекса мер по совершенствованию коллективных инвестиций и практик формирования индивидуальных портфелей частных инвесторов, реализация которых позволила бы улучшить параметры соотношения доходности и риска портфелей частных инвесторов, а также повысить их доверие к долгосрочным сбережениям. Многие обоснованные в исследовании выводы и предложения были отражены в публикациях реферируемых научных журналов, инициативных записках с участием автора исследования, направлявшихся в государственные органы власти, опробованы в выступлениях и обсуждениях на представительных научных конференциях. Расчеты автора работы легли в основу формирования открытых баз данных, зарегистрированных в качестве РИД, позволяющих студентам, исследователям и аналитикам проводить эмпирические исследования потенциала факторных стратегий инвестирования и оценивать результаты деятельности открытых и биржевых ПИФов.

4. Достоверность положений и результатов диссертационного исследования подтверждается корректным использованием качественных и

количественных методов в процессе анализа и моделирования, существенным объемом информационной базы исследования, а также тем, что выдвинутые положения не противоречат положениям общей экономической теории, теории финансовых рынков и результатам по исследуемой проблематике, описанным в научных трудах ведущих российских и зарубежных авторов.

5. Личный вклад соискателя проявился в разработке общего замысла работы, анализе общетеоретических источников и научных трудов по изучению результатов деятельности коллективных инвесторов, потенциала факторных стратегий инвестирования и особенностей частных инвестиций, а также при разработке и оценке новых теоретических и эмпирических моделей по внедрению изученных концепций на российском рынке акций с учетом его особенностей. Этим подтверждается определяющая роль автора в разработке идей, обоснованности решений и научных рекомендаций, высказанных в диссертационной работе. Выводы объективно и полноценно отражают результаты проведенной работы. Выносимые на защиту положения диссертации опубликованы в рецензируемых журналах, одобренных ученым советом РАНХиГС и ВАК при Минобрнауки России, а открытые базы данных, разработанные на основе расчетов автора, зарегистрированы как РИД.

Диссертационный совет пришел к выводу о том, что диссертация Черновой Марии Игоревны «Коллективные инвестиции и факторные стратегии как инструменты формирования индивидуальных портфелей частных инвесторов» является научно-квалификационной работой, в которой на основании выполненных автором исследований разработаны теоретические положения, совокупность которых можно квалифицировать как решение научной задачи, имеющей важное значение для развития экономической науки и практики, что соответствует требованиям Порядка присуждения ученой степени кандидата наук в РАНХиГС, утвержденного приказом ректора РАНХиГС от 07 декабря 2021 года № 02-1336, а Чернова Мария Игоревна заслуживает присуждения ей ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 – «Финансы».

Диссертационный совет отмечает, что диссертация Черновой Марии Игоревны соответствует следующим пунктам паспорта специальности 5.2.4 – «Финансы» – 1. Теория и методология финансовых исследований»; 6. 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.

На заседании 4 июля 2023 года диссертационный совет принял решение присудить Черновой Марии Игоревне ученую степень кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 – «Финансы».

В голосовании приняли участие 5 членов диссертационного совета. Проголосовали: ЗА – «5», ПРОТИВ – «0», ВОЗДЕРЖАЛИСЬ – «0».

Председатель
диссертационного совета
4 июля 2023 г.



П. В. Трунин

Протокол об итогах голосования

заседания диссертационного совета на базе РАНХиГС при Президенте РФ (созданного приказом и.о. ректора РАНХиГС от 6 июня 2023 г. № 01–13258) по защите диссертации Черновой Марии Игоревны на тему: «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»

от 4 июля 2023 г.

Состав диссертационного совета:

1. Трунин Павел Вячеславович
2. Ведев Алексей Леонидович
3. Полозков Михаил Геннадьевич
4. Криничанский Константин Владимирович
5. Теплова Тамара Викторовна

Подсчет голосов при открытом голосовании по вопросу о присуждении Черновой Марии Игоревне учёной степени кандидата экономических наук.

Состав диссертационного совета утвержден в количестве 5 человек.

Присутствовало на заседании 5 членов совета.

Результаты голосования по вопросу о присуждении ученой степени кандидата экономических наук Черновой Марии Игоревне:

за - 5

против - 0

воздержались - 0

Председатель диссертационного совета



П.В. Трунин