В диссертационный совет Д 505.001.116
Федерального государственного
образовательного бюджетного учреждения
высшего образования «Финансовый
университет при Правительстве
Российской Федерации»
125167, г. Москва, Ленинградский проспект,
д. 51, корп. 1

ОТЗЫВ

на автореферат диссертации
Фирсова Евгения Дмитриевича
на тему: «Развитие индустрии паевых инвестиционных фондов в России в контексте проблем финансовой доступности и инвестиционной привлекательности»,
представленной на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы

Ключевая проблема российского рынка паевых фондов - информационная асимметрия при преобладании закрытых каналов дистрибуции. Выбор фонда часто определяется не качеством управления, а каналом продаж, поскольку у инвестора не хватает сопоставимых данных: единых бенчмарков, независимых рейтингов, стандартизированного раскрытия. Следствием становятся высокие издержки, невысокая вовлеченность розничных инвесторов. Новая инфраструктура (Платформа ПИФ, Финуслуги) снижает транзакционные издержки, но не издержки выбора, так как не содержит единых систем оценки.

Работа Фирсова Е.Д. направлена на решение данной актуальной проблемы. Автор последовательно рассматривает значимость модели дистрибуции для

рынка паевых фондов, предлагает инструменты мониторинга, необходимые для отбора фондов, и выходит на макроуровень, оценивая влияние финансовой доступности и инвестиционной привлекательности на суммарную СЧА фондов и благосостояние в России и США. Для этого автор конструирует интегральные индексы, адаптированные к сегменту ПИФ, а именно: в структуру показателя финансовой доступности включаются число фондов, доля владельцев паев, количество управляющих компаний-дистрибьюторов и инфраструктурные расходы; в структуру индекса инвестиционной привлекательности – историческая доходность, волатильность и чистый приток средств (сс. 8, 22 Автореферата).

Заслуживает внимания разработка автором методики рейтинговой оценки качества управления активами ОПИФ и БПИФ, позволяющая дифференцировать фонды по эффективности управления с учетом факторов, показавших наибольшую влиятельность для избыточной доходности и размеров СЧА фондов (сс. 7, 12, 19-20 Автореферата).

Также автором предложен подход к формированию композитных портфелей из ОПИФ и БПИФ с единой стратегией и схожим риск-профилем, что обеспечивает пайщикам возможность корректного межрыночного сопоставления ПИФ от разных УК-дистрибьютеров (сс. 8, 21 Автореферата).

Следует отметить масштаб эмпирической базы: квартальные данные по 116 ОПИФ и 94 БПИФ за 2014–2025 гг., сравнительный анализ с двадцатью зарубежными юрисдикциями, опору на 170 источников, апробацию на научных конференциях и внедрение результатов в практику управляющей компании (сс. 14–15 Автореферата). Положительно оценивается и корректность изложения результатов: автор прямо указывает, что ESG-стратегии и валютная диверсификация не показали значимого влияния на доходность, а влияние финансовой доступности на реальные доходы домохозяйств статистически незначимо (сс. 19, 23 Автореферата).

Вместе с тем ряд положений работы представляется дискуссионным и заслуживает обсуждения на защите.

Во-первых, факторы рейтинга отбирались по данным 2014–2025 гг. (сс. 19 Автореферата), а сам рейтинг на 31.12.2025 проверяется по избыточной доходности за 2025 г. (табл. 1, сс. 19–20 Автореферата), то есть за период, входящий в период отбора факторов. Проверки на данных вне выборки (например, рейтинг на конец 2024 г. и результаты 2025 г.) из автореферата не следует. Целесообразно также оценить переносимость методики на данные других рынков, что соответствует направлениям дальнейших исследований, определенным автором.

Во-вторых, в индекс инвестиционной привлекательности входят чистый приток средств и историческая доходность, то есть компоненты изменения СЧА (с. 22 Автореферата), поэтому значимая связь индекса с изменением СЧА (табл. 4, с. 23 Автореферата) может быть отчасти обусловлена его конструкцией. Значения скорректированного R^2 до 97,9% для СЧА (сс. 11, 19 Автореферата) требуют пояснения (нестационарность, роль фиксированных эффектов).

В-третьих, в ряде категорий значения коэффициента Шарпа отрицательны (табл. 1, сс. 20 Автореферата), а при отрицательных значениях сравнение рейтинговых групп по этому показателю нельзя считать надежным.

Высказанные замечания носят дискуссионный характер, не снижают общей положительной оценки исследования, а предложенные автором решения имеют практическую ценность как для регулятора, так и для участников рынка. Работа соответствует критериям, установленным для диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук (актуальность, научная новизна, теоретическая и практическая значимость, достоверность результатов), и области исследования, заявленной в паспорте специальности 5.2.4 Финансы (пункты 6 и 24).

Содержание автореферата свидетельствует о том, что диссертация Фирсова Е.Д. «Развитие индустрии паевых инвестиционных фондов в России в контексте проблем финансовой доступности и инвестиционной привлекательности» полностью соответствует предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата экономических наук требованиям Положения о присуждении

ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842 «О порядке присуждения ученых степеней», а также требованиям Положения о присуждении в Финансовом университете ученой степени кандидата наук, ученой степени доктора наук, утвержденного Приказом Финансового университета от 30 августа 2019 года № 1714/о, а ее автор, Фирсов Евгений Дмитриевич, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Старший научный сотрудник сектора
теории финансовых рынков
Национального исследовательского
института мировой экономики и
международных отношений имени Е.М.
Примакова РАН, кандидат экономических
наук (08.00.10)

Дата 30.10.2026

Контактные данные:
117418, Россия, Москва, улица
Профсоюзная, д. 23
Телефон: +7(499) 120-45-72
Электронная почта:
zhukovatv@imemo.ru Жукова Татьяна Васильевна