

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Фирсов Евгений Дмитриевич

РАЗВИТИЕ ИНДУСТРИИ ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В РОССИИ В КОНТЕКСТЕ ПРОБЛЕМ ФИНАНСОВОЙ ДОСТУПНОСТИ И ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ

5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Криничанский Константин Владимирович,
доктор экономических наук, доцент

Москва – 2026

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 16 декабря 2026 г. в 17:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.116 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, аудитория 406.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Рубцов Б.Б., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Криничанский К.В., д.э.н., доцент;
ученый секретарь – Панова С.А., д.техн.н., доцент;

члены диссертационного совета:
Алифанова Е.Н., д.э.н., профессор;
Евлахова Ю.С., д.э.н., профессор;
Ершов М.В., д.э.н.

Автореферат диссертации разослан 13 октября 2026 г.

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.116

С.А. Панова

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Несмотря на более чем тридцатилетнюю историю, российский рынок коллективных инвестиций не достиг зрелости ведущих зарубежных аналогов: его размер относительно валового внутреннего продукта (далее – ВВП) остается минимальным. Рост числа брокерских счетов и клиентских активов управляющих компаний (далее – УК) – с 14,9 до 32,6 трлн руб. с 2022 г. по 2025 г. – не устраняет главного структурного ограничения, связанного с доминированием закрытых каналов дистрибуции, ориентированных на аффилированные с крупными холдингами УК. Это сужает выбор инвесторов, сдерживает конкуренцию и снижает информационную прозрачность.

Под открытой моделью понимается предложение как собственных, так и сторонних продуктов, что повышает конкурентоспособность и снижает асимметрию информации. Нынешняя гибридная модель, сочетающая элементы открытой, а именно торговлю паевыми инвестиционными фондами (далее – ПИФ) через биржу и маркетплейсы, и закрытой (аффилированный с УК банковско-брокерский канал) архитектур дистрибуции, тяготеет к закрытости, порождая неудовлетворенность пайщиков: доля жалоб на управление ПИФ в 2025 г. составила 20,1%; 47% опрошенных хотят сравнивать фонды разных УК, 43% не устраивают высокие комиссии, 29% – низкая доходность, 24% – однотипность инвестиционных идей.

В последние годы регулятор и рынок предприняли шаги к изменению архитектуры: запущены платформа «Финуслуги» (2020 г.), Централизованная система учета паев – Платформа ПИФ (2024 г.), а с середины 2024 г. – биржевые торги паями открытых ПИФ (далее – ОПИФ). К I кварталу 2026 г. на Московской бирже обращалось свыше 220 ПИФ от 41 УК, доля биржевых фондов в совокупной стоимости чистых активов (далее – СЧА) достигла 57,4%. При этом функционирование биржевого канала в единой инфраструктуре, а именно через биржу, Национальный клиринговый центр (далее – НКЦ) и Национальный расчетный депозитарий (далее – НРД), создает новые условия для повышения доступности.

Таким образом, изложенные проблемы и процессы требуют анализа в контексте задачи повышения финансовой доступности и инвестиционной привлекательности ПИФ, рассматриваемых как одни из важных условий для трансформации сбережений населения в долгосрочный капитал развития и обеспечения притока «длинных денег» в экономику.

В этом контексте развитие индустрии ПИФ приобретает не только отраслевое, но и макроэкономическое значение.

Степень разработанности темы исследования. Проблематика финансовой доступности и инвестиционной привлекательности паевых фондов широко представлена в зарубежной и российской литературе. Зарубежные исследования фокусируются на моделях продаж и институциональной архитектуре. В. Путтонен с соавторами на примере Финляндии показали, что монополизация дистрибуции банками снижает стимулы УК к повышению результатов. Дж. Хаслем раскрыл преимущества пенсионных планов США в разрезе издержек и эффектов масштаба. Ф. Аннунциата обосновал роль бенчмарков для снижения информационной асимметрии в Европе.

Российские исследователи адаптировали зарубежный опыт к национальным условиям: Л.П. Харченко обосновала необходимость централизованной системы учета паев; В.В. Гребеник и Ю.С. Володин связали доступность с развитием биржевых ПИФ (далее – БПИФ) и цифровизацией брокерских услуг; Е.Г. Репина акцентировала снижение операционной нагрузки и развитие информационных сервисов. В трактовке финансовой доступности М.А. Абрамова делает акцент на универсальности и финансовой грамотности, а С.Е. Дубова – на конкурентной среде и экосистемных моделях.

Второе крупное направление – инвестиционная привлекательность. Дж. Бялковски с соавторами установили, что закрытая модель продаж в Польше тормозит приток капитала. П. Мюллер с соавторами выявили значимую связь между рейтингами Morningstar и объемами притока средств. Б. Флорентсен с соавторами на датских данных показали, что канал дистрибуции определяет до 25-35% инвестиционного спроса. В российской науке А.Е. Абрамов обосновал перспективность паевых супермаркетов и института независимых консультантов; Э.Р. Ковалева указала на отсутствие унифицированной методики оценки эффективности ПИФ и недостаточную прозрачность УК.

Эволюция исследований в области инвестиционной привлекательности паевых фондов в 2010-2020 годы демонстрирует смещение внимания в сторону формирования универсальных и прозрачных механизмов сравнения эффективности управления паевыми фондами, а также повышения информационной прозрачности ПИФ. В случае с российской индустрией паевых фондов это видится особенно актуальным ввиду отсутствия универсального и прозрачного инструментария для сравнения эффективности

инвестиций в инструменты, предлагаемые различными УК, а также иных недостатков информационной среды рынка коллективных инвестиций.

Цель исследования заключается в обосновании теоретических положений и разработке практических рекомендаций по развитию индустрии паевых инвестиционных фондов в России, обеспечивающих повышение уровня финансовой доступности и инвестиционной привлекательности путем совершенствования архитектуры дистрибуции, повышения транспарентности и расширения вовлеченности розничных инвесторов.

Достижение указанной цели определило постановку и решение следующих **задач**:

1) провести сравнительный анализ каналов дистрибуции инвестиционных паев в США и России в разрезе финансовых и нефинансовых издержек с целью эмпирического определения структурных различий и оценки их влияния на финансовую доступность рынка коллективных инвестиций для розничного инвестора;

2) охарактеризовать российскую модель дистрибуции инвестиционных паев, синтезирующую внебиржевой и биржевой контуры, и на основе сравнительного анализа с зарубежными юрисдикциями доказать, что российская модель как самостоятельный институциональный тип создает предпосылки для повышения финансовой доступности и привлекательности для розничных инвесторов;

3) выявить детерминанты эффективности управления российскими паевыми фондами, рассматривая как факторы инвестиционной привлекательности паевых фондов, так и факторы финансовой доступности рынка коллективных инвестиций для последующего использования данных детерминант в отборе инструментов с наибольшей избыточной доходностью;

4) усовершенствовать методический инструментарий оценки качества управления активами таких типов паевых фондов, как ОПИФ и БПИФ, с опорой на зарубежный и российский опыт функционирования рейтинговых систем оценки;

5) раскрыть недостатки и уязвимости информационной среды российского рынка коллективных инвестиций и сформировать комплексный подход к повышению информационной прозрачности рассматриваемой отрасли;

6) разработать методику национальных (страновых) индексов финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов и охарактеризовать их взаимосвязь с размером рынка ПИФ и благосостоянием населения.

Объектом исследования является российская индустрия коллективных инвестиций в сопоставлении с зарубежными аналогами, рассматриваемая через призму модели дистрибуции инвестиционных паев (и следовательно, финансовой доступности) и в контексте инвестиционной привлекательности ПИФ.

Предметом исследования является совокупность теоретических положений и эмпирических взаимосвязей между финансовой доступностью, инвестиционной привлекательностью и открытостью архитектуры дистрибуции на рынке паевых инвестиционных фондов, включая их влияние на вовлеченность розничных инвесторов и качество инвестиционных решений.

Область исследования диссертации соответствует п. 6. «Небанковские финансовые институты» и п. 24. «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Научная новизна исследования выражается в следующем:

1) впервые на основе эмпирического анализа финансовых и нефинансовых издержек, сопутствующих дистрибуции инвестиционных паев в США и России, а также анализа модели рынка ПИФ (в контексте открытости каналов продаж) дана оценка доступности рынка коллективных инвестиций для розничных инвесторов. Выявлено, что рынок США имеет высокие характеристики доступности, что подтверждается низкими комиссиями за управление взаимными фондами (от 0,27% годовых в пенсионных планах до 0,47% годовых в индивидуальных пенсионных счетах), широким выбором взаимных фондов, доступом к сторонней аналитике рейтинговых агентств и сервисам робо-эдвайзинга и прочим. Российский рынок в сравнении с американским имеет худшие характеристики доступности, измеренные с помощью анализа издержек. Так, комиссии за управление в среднем составляют 2,25% для ОПИФ и 0,90% в год для БПИФ. В дополнение к этому, поскольку преобладающим каналом продаж инвесторам фондов являются закрытые каналы (банковские и брокерские структуры, аффилированные с УК), массовый инвестор сталкивается с узостью ассортимента предлагаемых паевых фондов, отсутствием независимых рейтингов, невозможностью полноценного использования в инвестировании сервисов робо-эдвайзинга. Полученные результаты обосновывают необходимость институциональных изменений, направленных на снижение финансовых и нефинансовых барьеров для розничных инвесторов в России;

2) впервые охарактеризована российская двухконтурная модель дистрибуции инвестиционных паев, синтезирующая внебиржевой и биржевой контуры, что позволило провести анализ уникальной российской конфигурации организации рынка коллективных инвестиций. Сравнительный анализ с двадцатью зарубежными юрисдикциями показал, что российская модель не является простой комбинацией заимствованных практик, а представляет собой оригинальную институциональную конфигурацию, отличающуюся от изученных зарубежных аналогов по ряду системных признаков. В отличие от зарубежных аналогов, где биржевой и внебиржевой контуры дистрибуции, как правило, институционально разделены либо один из них существенно подавлен, российская двухконтурная модель обеспечивает комплементарность каналов, что создает предпосылки для повышения финансовой доступности и непрерывности обращения паев для розничных инвесторов. Предложенная двухконтурная модель может рассматриваться как институциональный ориентир для развивающихся стран при создании национальной инфраструктуры рынка коллективных инвестиций;

3) разработан и апробирован эконометрический подход к оценке детерминант эффективности ПИФ, отличающийся включением в спецификации панельной регрессии пяти оригинальных факторов: монотонность цены инвестиционного пая, рейтинг информационной прозрачности ПИФ и УК, социально ответственное инвестирование в ПИФ, валютная диверсификация ПИФ, регулярность выплат дохода от ПИФ. Эмпирически установлено, что положительная взаимосвязь среди данных факторов с избыточной доходностью и СЧА прослеживается для факторов монотонности цены пая, рейтинга информационной прозрачности ПИФ и УК, регулярности выплат дохода от ПИФ. Результаты расширяют понимание того, как рыночные и нерыночные характеристики паевого фонда конвертируются в финансовые результаты для пайщика и влияют на размеры фондов;

4) разработана методика рейтинговой оценки качества управления активами ОПИФ и БПИФ различных категорий, базирующаяся на выявленных детерминантах эффективности управления, отражающих аспекты финансовой доступности и инвестиционной привлекательности. В отличие от методики Эксперт РА, отражающей подход присвоения рейтингов кредитоспособности, разработанная методика базируется на более широкой линейке факторов, влияющих на избыточную доходность. Верификация разработанной методики выявила ее преимущества, показав более точную зависимость медианных значений избыточной доходности и коэффициента Шарпа от рейтинга фонда.

Это обеспечивает возможность более качественной дифференциации фондов и обоснованного инвестиционного выбора, создавая условия для роста инвестиционной привлекательности рынка ПИФ;

5) выявлены недостатки информационной среды российского рынка ПИФ. На основе использования понятий и подходов поведенческой экономики, разработан комплексный подход к повышению прозрачности индустрии, включающий: модернизацию информационного функционала маркетплейсов за счет введения расширенного набора индикаторов и фильтров отбора паев; идентификацию бенчмарков в ключевых информационных документах (далее – КИД) и правилах доверительного управления (далее – ПДУ); формирование композитных портфелей из ОПИФ/БПИФ с единой стратегией и схожим риск-профилем, обеспечивающих пайщику возможность корректного межрыночного сравнения ПИФ от разных УК и соответствие стандартам GIPS; включение в КИД и ПДУ авторских рейтингов информационной прозрачности и качества управления активами ПИФ;

6) разработана методика расчета национальных (страновых) интегральных индексов финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов. Отличительной особенностью данных индексов является комплексное отражение влияния переменных, характеризующих индустрию ПИФ: числа фондов, доли владельцев паев в численности населения, динамики притока средств в фонды, количество УК-дистрибьюторов и другие. Статистически подтверждено значимое положительное влияние интегральных индексов финансовой доступности и инвестиционной привлекательности на изменение суммарной СЧА паевых фондов как в США, так и в России. При этом в отношении реальных располагаемых доходов домохозяйств значимый положительный эффект выявлен только для индекса инвестиционной привлекательности, тогда как влияние финансовой доступности, сохраняя положительный знак, не достигает статистической значимости в рамках рассмотренного временного горизонта для обеих стран.

Теоретическая значимость работы состоит в: развитии понятийно-терминологического аппарата, характеризующего финансовую доступность и инвестиционную привлекательность в контексте рынка ПИФ; разработке периодизации истории развития обеспечивающей инфраструктуры индустрии ПИФ в России; классификации механизмов формирования инфраструктуры и каналов дистрибуции инвестиционных паев; проведении сравнительного анализа российской и зарубежных

моделей дистрибуции в разрезе финансовых и нефинансовых издержек; выявлении детерминант эффективности управления инструментами коллективного инвестирования; объяснении влияния исследуемых изменений на размер рынка и благосостояние населения.

Практическая значимость работы состоит в: предложенном инструментарии рейтингования ПИФ, оценивающем качество управления активами через призму доступности и привлекательности, что повышает обоснованность выбора фондов розничными инвесторами; адресованных мегарегулятору предложениях по организации мониторинга раскрытия информации и оценки добросовестности УК с использованием рейтинга информационной прозрачности; в обосновании и предложении по внедрению универсальных и тематических бенчмарков в структуру КИД и ПДУ, что позволяет обеспечивать обоснованное сопоставление эффективности управления паевыми инвестиционными фондами с эталонными индикаторами; разработке инструментария, обеспечивающего сопоставимость, прозрачность и объективность оценки качества управления совокупностью паевых фондов профессиональными управляющими, на основе алгоритма составления композитного портфеля; в учете поведенческих особенностей инвесторов при проектировании интерфейсов маркетплейсов, реализованном через расширение набора отслеживаемых переменных и фильтров отбора на маркетплейсах и включение в механизм скрининга рейтингов информационной прозрачности и качества управления активами; предложенной системе интегральных индексов финансовой доступности и инвестиционной привлекательности, предоставляющей регулятору и участникам рынка аналитический инструментарий для мониторинга состояния индустрии ПИФ и обоснованного целеполагания при разработке политики ее развития.

Методология и методы исследования. Для выполнения задач исследования применялись общенаучные и специальные методы, составляющие методологию исследования. К ним относятся: аналитический обзор зарубежной и российской научной литературы, посвященной проблеме исследования; метод классификации; метод систематизации полученных результатов в графическом и табличном виде; метод сравнительного анализа; метод бенчмарк-анализа; методы ранжирования и рейтинговых шкал; метод регрессионного анализа на панельных данных; метод присвоения оценок качества управления активами ПИФ на основе многофакторного анализа; метод

построения блок-схем; метод построения интегральных индексов; метод масштабирования данных на основе нормализации.

Положения, выносимые на защиту:

1) впервые на основе эмпирического анализа финансовых и нефинансовых издержек рынка инвестиционных паев, а также анализа модели рынка ПИФ в контексте открытости каналов продаж дана оценка доступности рынка для розничных инвесторов. Показано, что анализируемая доступность определяется не только уровнем комиссионного вознаграждения УК, но и такими параметрами, как возможность выбора паевых фондов от различных УК, доступ к качественной аналитике и рейтингам, функциональные возможности робо-эдвайзинга и прочие. Выявлено, что рынок США имеет высокие характеристики доступности, что подтверждается низкими комиссиями за управление взаимными фондами (от 0,27% годовых в пенсионных планах до 0,47% годовых в индивидуальных пенсионных счетах), широким выбором взаимных фондов, доступом к качественной аналитике и сервисам робо-эдвайзинга. Российский рынок в сравнении с американским имеет худшие характеристики доступности, измеренные с помощью анализа издержек: комиссии за управление составляют в среднем 2,25% для ОПИФ и 0,90% в год для БПИФ. В дополнение к этому, поскольку преобладающим каналом продаж инвесторам фондов являются закрытые каналы (банковские и брокерские структуры, аффилированные с УК), массовый инвестор сталкивается с узостью ассортимента предлагаемых паевых фондов, отсутствием независимых рейтингов и невозможностью полноценного использования в инвестировании сервисов робо-эдвайзинга. Полученные результаты обосновывают необходимость институциональных изменений, направленных на снижение финансовых и нефинансовых барьеров для розничных инвесторов в России (С. 56-58);

2) впервые критически охарактеризована российская двухконтурная модель дистрибуции инвестиционных паев, синтезирующая внебиржевой и биржевой контуры обращения. Сравнительный анализ с двадцатью зарубежными юрисдикциями показал, что российская модель не является комбинацией заимствованных практик (американской, европейской, азиатской), представляя собой оригинальную институциональную конфигурацию, отличающуюся от изученных аналогов по четырем системным признакам: а) сервис внебиржевых сделок без листинга паев с расчетами через центрального контрагента; б) допуск классических ПИФ к биржевым торгам с формированием вторичного рынка; в) централизованная система учета прав на инвестиционные паи;

г) объединение биржевой площадки, центрального контрагента и депозитария в рамках одной группы. В отличие от зарубежных аналогов, где биржевой и внебиржевой контуры, как правило, институционально разделены либо один из них оказывается существенно слабее другого (П. Туфано, Дж. Чалмерс и другие, А.Е. Абрамов и другие), а также в отличие от исследований, рассматривающих исключительно инфраструктурные аспекты дистрибуции без анализа взаимной дополняемости каналов (Л.П. Харченко), автор доказывает, что российская двухконтурная модель обеспечивает комплементарность каналов, создавая предпосылки для повышения финансовой доступности для розничных инвесторов и ликвидности рынка паев. Эмпирически подтверждено, что двухконтурная модель в России снижает среднегодовые издержки пайщиков, повышает ликвидность рынка паев и формирует конкурентную среду среди финансовых посредников благодаря устранению барьеров входа в ПИФ без листинга и прозрачности ценообразования. Удельный вес биржевого контура в совокупной СЧА ПИФ, зарегистрированных Банком России, составил 57,4% на I квартал 2026 г., что подтверждает его востребованность. Российская двухконтурная модель дистрибуции инвестиционных паев рассматривается как ориентир для совершенствования архитектуры рынка коллективных инвестиций в развивающихся странах (С. 71-73; 75-79);

3) на основе разработки эконометрических моделей зависимости избыточной доходности инвестиционных паев и СЧА ПИФ от факторов, в том числе отражающих финансовую доступность рынка коллективных инвестиций, инвестиционную привлекательность паевых фондов и современные тенденции развития индустрии ПИФ, выявлены детерминанты эффективности управления российскими ОПИФ и БПИФ – монотонность цены инвестиционного пая, рейтинг информационной прозрачности ПИФ и УК, другие. Набор данных факторов вместе с факторами социально ответственного инвестирования, валютной диверсификации и регулярности выплат дохода от ПИФ отличает предложенный подход от подходов, используемых А.В. Галановой, Т.В. Тепловой, А.Е. Абрамовым и других, а значимость полученных результатов (скорректированный коэффициент детерминации построенных регрессионных уравнений для избыточной доходности достигает 44,4%, что превышает диапазон значений (4,8-28%), характерный для более ранних российских научных трудов, а для СЧА данный показатель достигает 97,9%) позволяет формировать более точные и обоснованные оценки качества управления ПИФ (С. 99-102);

4) разработана методика рейтинговой оценки качества управления активами ОПИФ и БПИФ различных категорий, базирующаяся на выявленных детерминантах эффективности управления, отражающих аспекты финансовой доступности и инвестиционной привлекательности. Особенность методики состоит в отборе указанных детерминант по результатам эконометрического анализа, выявившего те из них, которые значимо влияют на избыточную доходность. Преимущества разработанной методики подтверждены следующим: так, для ОПИФ акций, получивших максимальную рейтинговую оценку по авторской методике, медианное значение избыточной доходности составило 12,08% против 2,18% по методике Эксперт РА, а медианное значение коэффициента Шарпа – 0,59 против 0,09. Доказано, что предложенная методика обеспечивает более качественную дифференциацию фондов по эффективности управления и создает основу для обоснованного инвестиционного выбора розничными инвесторами. Это особенно значимо в контексте повышения инвестиционной привлекательности инструментов коллективных инвестиций, поскольку позволяет инвесторам идентифицировать фонды с устойчиво высокой эффективностью, снижая транзакционные издержки выбора (С. 111-114; 218-219);

5) выявлены недостатки информационной среды российского рынка паевых инвестиционных фондов, среди которых отсутствие эталонных бенчмарков у части УК, нестандартизированность раскрытия данных по фондам со сходными инвестиционными стратегиями и прочие. Опираясь на понятийный аппарат поведенческой экономики (ограниченность внимания инвестора, эффект фрейминга), когнитивная перегрузка при выборе из множества альтернатив), разработан комплексный подход к повышению прозрачности индустрии коллективных инвестиций и снижению транзакционных издержек. Предложенный подход включает четыре взаимосвязанных элемента: появление на маркетплейсах многомерной системы скрининга ПИФ путем дополнительных показателей (волатильность, коэффициент Шарпа, избыточная доходность) и фильтров отбора паев, детализированных фильтров по структуре активов (инструментальная, отраслевая и валютная структура ПИФ), фильтров по универсальным и тематическим бенчмаркам, ESG-стратегиям; идентификацию универсальных и тематических бенчмарков в КИД и ПДУ; формирование УК композитных портфелей из ОПИФ и БПИФ с общей инвестиционной стратегией и схожим соотношением риска и доходности; внедрение в КИД и ПДУ «мягких подсказок», включая авторские рейтинги прозрачности и качества управления фондами. Реализация разработанного подхода позволяет снизить

транзакционные издержки розничных инвесторов и повысить обоснованность их инвестиционных решений за счет преодоления когнитивных ограничений, связанных с обработкой неструктурированной и избыточной информации. Это особенно значимо для массового инвестора в условиях роста числа фондов, усложнения их стратегий и сохранения информационной асимметрии между профессиональными управляющими и клиентами (С. 123-129; 132-136; 227; 233-234);

б) предложена авторская методика построения национальных (страновых) интегральных индексов, измеряющих уровень доступности рынка коллективных инвестиций и степень инвестиционной привлекательности обращающихся на нем паевых фондов. Если в зарубежных исследованиях обобщенные индексы финансовой доступности (М. Сарма, А. Демиргюч-Кунт, Л. Клаппер) либо инвестиционной привлекательности (А. Гро, М. Вич, К. Лизер) конструируются без учета институциональной специфики сектора коллективных инвестиций, то разработанные в исследовании индексы целенаправленно адаптированы к данному сегменту. В их структуру включены такие параметры, как размер инфраструктурных расходов фондов, количество УК – дистрибьютеров ПИФ, доля домохозяйств, владеющих паями, количество зарегистрированных ПИФ, историческая доходность фондов, волатильность доходности инвестиционных паев, чистый приток или отток средств домохозяйств в/из фондов. Сконструированные индексы выступают в качестве измерительного инструмента для достижения целевых ориентиров, зафиксированных в среднесрочных документах развития финансового рынка Банка России). С помощью эконометрического анализа временных рядов получены подтверждения статистически значимой положительной связи изменения интегральных индексов финансовой доступности и инвестиционной привлекательности с изменением суммарной СЧА паевых фондов, а в случае с реальными располагаемыми доходами домохозяйств – только для инвестиционной привлекательности. Показано, что внедрение разработанной методики позволяет регулятору количественно обосновывать макроэкономические рекомендации по развитию рынка коллективных инвестиций, учитывая его реакцию на изменение финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности соответствующих инструментов (С. 137-142; 149-151).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Подтверждением достоверности выдвигаемых на защиту тезисов служит правомерное

применение эконометрических инструментов при моделировании и аналитической обработке, а также опора на данные, извлеченные из 170 официальных источников: монографий; научных статей; справочно-правовых материалов; информационно-аналитических материалов Банка России, посвященных финансовым рынкам; официальных сайтов УК, Investfunds, FRED, ICI, Morningstar, DTCC, Национальной ассоциации участников фондового рынка (далее – НАУФОР), Московской биржи, Интерфакс и другие.

Ключевые результаты исследования представлены на следующих научных конференциях: на Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и банков: финансирование приоритетных направлений экономического развития» (Москва, Финансовый университет, 1 марта 2024 г.); на Конференции, посвященной 105-летию Финансового университета «Научные школы Финансового университета: становление и развитие» (Москва, Финансовый университет, 28 марта 2024 г.); на VI Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и финансовых систем в условиях цифровой экономики» (Москва, Финансовый университет, 24-25 октября 2024 г.); на Круглом столе «Прикладное решение фундаментальных проблем науки о банках, деньгах и финансовых рынках в исследованиях студентов и аспирантов» (Москва, Финансовый университет, 14 марта 2025 г.); на V Международном конкурсе научных работ молодых ученых «Финансы в современном мире» (Москва, Финансовый университет, 16 декабря 2024 г. – 20 марта 2025 г.); на VII Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и финансовых систем в условиях цифровой экономики» (Москва, Финансовый университет, 23-24 октября 2025 г.).

Результаты исследования внедрены в практическую деятельность Общества с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». В частности, при формировании новых инвестиционных продуктов организацией используется предложенная методика оценки качества управления активами ОПИФ и БПИФ, применяется набор значимых индикаторов эффективности деятельности ПИФ, а также реализован механизм подбора универсальных и тематических бенчмарков для ОПИФ и БПИФ различных категорий. Применение предложенной методики оценки качества управления активами, набора значимых предикторов эффективности деятельности ПИФ, а также механизма подбора универсальных и тематических бенчмарков для ОПИФ и БПИФ различных категорий обеспечивает повышение

обоснованности инвестиционных решений при формировании портфелей паевых фондов, снижение информационной асимметрии между управляющей компанией и пайщиками, а также улучшение сопоставимости результатов управления с эталонными индикаторами, способствуя укреплению доверия к продуктам управляющей компании.

Материалы диссертации используются Кафедрой финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации в преподавании учебной дисциплины «Анализ финансовых рынков» для направления подготовки 38.04.08 «Финансы и кредит» (магистратура) профиля «Финансовая математика и анализ рынков».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и выводы, содержащие научную новизну, нашли отражение в 6 публикациях общим объемом 5,25 п.л. (авторский объем 4,90 п.л.), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

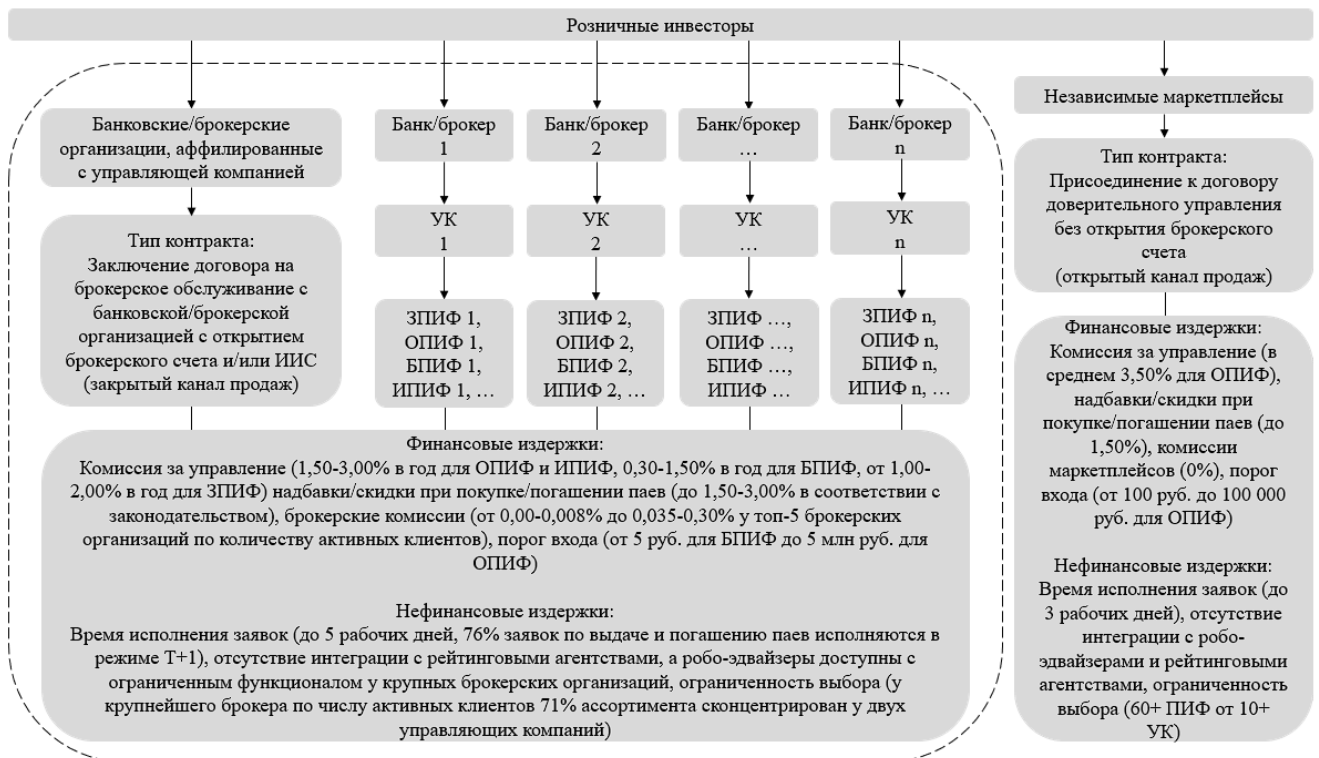
Структура и объем диссертации обусловлены целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка сокращений и условных обозначений, списка литературы из 170 наименований, 15 приложений. Текст диссертации изложен на 240 страницах, содержит 16 рисунков, 56 таблиц и 8 формул.

II Основное содержание работы

В рамках главы 1 для достижения цели исследования выполнена следующая задача: проведен сравнительный анализ каналов дистрибуции инвестиционных паев в США и России в разрезе финансовых и нефинансовых издержек с целью эмпирического определения структурных различий и оценки их влияния на финансовую доступность рынка коллективных инвестиций для розничного инвестора.

В приложении А диссертации представлены действующие схемы продаж паевых фондов в США и России с указанием финансовых и нефинансовых издержек по каждому каналу дистрибуции: в США – пенсионные планы, индивидуальные пенсионные счета, независимые брокеры-дилеры, маркетплейсы и прямые продажи через УК; в России – банковские и брокерские организации, маркетплейсы и прямые продажи через УК.

Пример схемы для российского рынка коллективных инвестиций представлен на рисунке 1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Российская гибридная модель дистрибуции инвестиционных паев для розничных инвесторов (с указанием финансовых и нефинансовых издержек)

Анализ российской модели дистрибуции раскрывает ее гибридный формат с доминированием закрытых каналов. Преобладающий канал – аффилированные с УК банковские и брокерские структуры – характеризуется комиссиями за управление на уровне 2,25% для ОПИФ и 0,90% для БПИФ (против 0,30-0,50% в США), предложением преимущественно собственных паев, отсутствием интеграции с рейтинговыми агентствами и ограниченным функционалом робо-эдвайзинга. Независимые маркетплейсы («Финуслуги», Банки.ру) демонстрируют более высокие средние комиссии (более чем на 1 процентный пункт выше), однако формируют конкурентную среду и открытую архитектуру, позволяя сопоставлять продукты разных УК. Пенсионный канал в России институционально не сформирован: аналоги 401(k), 403(b) отсутствуют, индивидуальные инвестиционные счета и программа долгосрочных сбережений не обеспечивают системного притока долгосрочного капитала.

Анализ американской открытой модели дистрибуции позволил эмпирически верифицировать закономерность, согласно которой каждый канал представляет собой

институциональную конфигурацию, где преимущества по одному виду затрат систематически сопровождаются ростом другого. Каналы с минимальными комиссиями за управление (пенсионные планы, 0,27%) сопряжены с узким ассортиментом и отсутствием консультационной поддержки; каналы с максимальными комиссиями за управление (индивидуальные счета, 0,47%) обеспечивают широкий выбор и расширенный сервис; промежуточное положение занимают независимые брокеры-дилеры и маркетплейсы (около 0,40%, свыше 10 тысяч фондов). Прямые продажи через УК демонстрируют низкую стоимость (до 0,33%), но узкий ассортимент и отсутствие независимого консультирования.

Таким образом, доминирование закрытых аффилированных каналов порождает высокие нефинансовые издержки, перевешивающие относительно низкие явные комиссии. Маркетплейсы и независимые брокеры-дилеры представляют собой перспективные инструменты преодоления этих барьеров, но требуют дальнейшего развития – расширения аналитического функционала, внедрения независимых рейтингов качества управления активами ПИФ и повышения информационной прозрачности. Создание полноценного аналога американской открытой модели в России в настоящее время затруднено ввиду отсутствия массовых пенсионных планов, высокой концентрации банковских структур в каналах дистрибуции, институциональных барьеров (ограниченный ассортимент в рамках единого канала) и недостаточного объема активов для окупаемости инвестиций в рейтинги и робо-эдвайзеры. Однако отдельные элементы открытой модели могут развиваться в рамках кооперации Московской биржи, НРД, управляющих компаний и Банка России.

В рамках главы 2 для достижения цели выполнены следующие задачи: охарактеризована российская модель дистрибуции инвестиционных паев, синтезирующая внебиржевой и биржевой контуры, и на основе сравнительного анализа с зарубежными юрисдикциями доказано, что российская модель как самостоятельный институциональный тип создает предпосылки для повышения финансовой доступности и привлекательности для розничных инвесторов; выявлены детерминанты эффективности управления российскими паевыми фондами на основе рассмотрения как факторов инвестиционной привлекательности, так и факторов финансовой доступности для последующего использования данных детерминант в отборе инструментов с наибольшей избыточной доходностью; усовершенствован методический инструментарий оценки качества управления активами таких типов паевых фондов, как

ОПИФ и БПИФ, с опорой на зарубежный и российский опыт функционирования рейтинговых систем оценки.

В соответствии с первой задачей второй главы исследования впервые охарактеризована российская двухконтурная модель дистрибуции инвестиционных паев, объединяющая биржевой и внебиржевой каналы на единой институциональной базе (Московская биржа, НКЦ, НРД). Модель представлена на рисунке 2.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Архитектура биржевого и внебиржевого каналов дистрибуции инвестиционных паев

Сравнительный анализ с 20 зарубежными юрисдикциями показал, что российская модель является самостоятельным институциональным типом, характеризующимся комплементарностью каналов дистрибуции: биржевой канал обеспечивает ликвидность, скорость и прозрачность ценообразования; внебиржевой – гибкость и доступность для паев без листинга. Это создает предпосылки для повышения доступности и непрерывности обращения паев, что начинает находить отражение в статистике рынка:

на I квартал 2026 г. удельный вес биржевого контура в совокупной СЧА ПИФ, зарегистрированных Банком России, достиг 57,4%.

В соответствии со второй задачей разработан эконометрический подход к оценке детерминант эффективности ПИФ. На основе ежеквартальных данных по 116 ОПИФ и 94 БПИФ за 2014-2025 гг. построены регрессионные модели чувствительности избыточной доходности и СЧА. В спецификации включены пять оригинальных факторов: монотонность цены пая, рейтинг информационной прозрачности, ESG, валютная диверсификация, регулярность выплат дохода. Эмпирически установлена положительная значимая связь с избыточной доходностью и СЧА для трех факторов: монотонности (все категории), информационной прозрачности (ОПИФ акций, облигаций, смешанных) и регулярности выплат (ОПИФ облигаций и смешанных). ESG и валютная диверсификация значимого влияния на доходность не показали. Скорректированный R^2 для моделей доходности достигает 44,4% (против 4,8-28% в предшествующих исследованиях), для моделей СЧА – 97,9%.

В соответствии с третьей задачей разработана методика рейтинговой оценки качества управления активами ОПИФ и БПИФ. В отличие от методик Эксперт РА и НРА, ориентированных на кредитный скоринг, авторский подход включает факторы, непосредственно влияющие на СЧА и избыточную доходность (монотонность, волатильность, информационная прозрачность, регулярность выплат, показатели УК и опыт управляющего, другие). Предложена пятиуровневая рейтинговая шкала с перцентильным ранжированием внутри категорий.

Поскольку при выборе ПИФ инвесторы прежде всего ориентируются на наивысший рейтинг, в таблице 1 представлены сравнительные результаты расчета медианных индикаторов эффективности для максимальных рейтинговых групп ОПИФ и БПИФ по методике «Эксперт РА» и авторской методике за 2025 г.

Таблица 1 – Сравнение медианных оценок индикаторов эффективности управления ОПИФ и БПИФ с помощью методики Эксперт РА и авторской методики (по состоянию на 31 декабря 2025 г.)

Тип	Категория	Рейтинг и количество ПИФ		Вознаграждения УК, СД и СР, в процентах		Расходы, в процентах		α , в процентах		Sh, коэффициент		СЧА, млрд руб.	
		Э	А	Э	А	Э	А	Э	А	Э	А	Э	А
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
ОПИФ	Фонды акций	A++ (1)	A (7)	2,85	3,65	0,50	0,70	2,18	12,08	0,09	0,59	47,38	0,85

Продолжение таблицы 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
ОПИФ	Фонды облигаций	A++ (22)	A (2)	1,62	2,15	0,43	1,28	-3,67	1,93	-1,15	0,12	1,70	2,21
	Смешанные фонды	A++ (8)	A (1)	2,78	2,50	0,50	1,00	-0,96	3,10	-0,09	0,16	3,49	0,01
БПИФ	Фонды акций	A++ (2)	A (3)	0,92	2,23	0,11	0,14	-1,73	-0,63	-0,10	-0,03	9,09	0,37
	Фонды облигаций	A++ (14)	A (2)	0,71	0,60	0,15	0,06	0,15	1,70	0,03	0,91	3,39	1,74
	Фонды денежного рынка	A++ (7)	A (7)	0,55	0,55	0,14	0,14	-0,80	-0,80	-0,44	-0,47	176,63	176,63
	Индексные фонды	A++ (16)	A (8)	0,80	0,53	0,27	0,19	0,21	-0,66	0,01	-0,14	0,79	3,18
Примечания 1 Э – методика Эксперт РА. 2 А – авторская методика. 3 Вознаграждения УК, СД и СР – уровень вознаграждений УК, СД и СР за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ. 4 Расходы – уровень расходов, подлежащих оплате за счет имущества, за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ. 5 α – уровень избыточной доходности за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ. 6 СЧА – стоимость имущества за вычетом обязательств за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ. 7 Sh – уровень отношения доходности к волатильности за 2025 г. по категориям ОПИФ и БПИФ													

Источник: составлено автором.

Верификация на выборке из 88 ОПИФ и 68 БПИФ подтвердила преимущества для рассмотренных категорий ОПИФ, а также БПИФ облигаций: в частности, для ОПИФ акций с рейтингом А медианная избыточная доходность составила 12,08% против 2,18% для ОПИФ акций с рейтингом А++ по методике Эксперт РА, коэффициент Шарпа – 0,59 против 0,09. Методика обеспечивает качественную дифференциацию фондов по данным индикаторам и улучшает информационное обеспечение принятия решений для инвесторов.

Сравнительный анализ также обнаруживает наличие неблагоприятного отбора на российском рынке коллективных инвестиций. Наиболее показательно это проявляется в сегменте ОПИФ акций: фонд с высшим рейтингом А++ по методике Эксперт РА аккумулирует 47,38 млрд руб., однако его избыточная доходность составляет лишь 2,18% при коэффициенте Шарпа 0,09. В то же время фонды с рейтингом А, имея существенно более высокие медианные значения избыточной доходности (12,08%) и коэффициента Шарпа (0,59), имеют в среднем СЧА, равную 0,85 млрд руб.

В рамках главы 3 для достижения цели исследования выполнены следующие задачи: раскрыты недостатки и уязвимости информационной среды российского рынка коллективных инвестиций и сформирован комплексный подход к повышению информационной прозрачности рассматриваемой отрасли; разработаны индексы

финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов и охарактеризована их взаимосвязь с размером рынка ПИФ и благосостоянием населения.

В соответствии с первой задачей выявлены недостатки информационной среды российского рынка ПИФ. На основе анализа обращений в Банк России за 2024-2025 гг. установлено, что 30% жалоб (238 из 795) связаны с ненадлежащим информированием о деятельности УК и ПИФ. Среди ключевых недостатков: отсутствие эталонных бенчмарков в КИД и ПДУ у 29,8% ОПИФ, нестандартизированность раскрытия данных по схожим стратегиям, ограниченность параметров скрининга на маркетплейсах (платформа «Финуслуги» – лишь шесть параметров), отсутствие интеграции с рейтингами и робо-эдвайзерами.

Опираясь на концепты поведенческой экономики (ограниченность внимания, эффект фрейминга, когнитивная перегрузка), разработан комплексный подход к повышению транспарентности индустрии ПИФ, включающий четыре элемента: 1) модернизация скрининга маркетплейсов за счет количественных метрик (стандартное отклонение, коэффициент Шарпа, избыточная доходность), структурных фильтров, бенчмарк- и ESG-фильтров; 2) идентификация универсальных и тематических бенчмарков для ОПИФ и БПИФ со стороны профессиональных управляющих в КИД и ПДУ. В качестве универсальных бенчмарков для фондов акций отобраны IMOEX и MCFTR, облигаций – RUABITR и RUCBTRNS, денежного рынка – RUSFAR/RUONIA (для юаней – RUSFARCNY), товаров – учетные цены на золото Банка России, смешанных – индекс, основанный на соотношении акций и облигаций, входящих в структуру ПИФ; 3) формирование композитных портфелей – агрегированных показателей по фондам с единой стратегией и риск-профилем, обеспечивающих межрыночное сравнение и соответствие GIPS; 4) включение в КИД и ПДУ авторских рейтингов информационной прозрачности (6 критериев) и качества управления, а также сведений об управляющих.

Реализация подхода снижает транзакционные издержки и повышает обоснованность решений розничных инвесторов.

В соответствии со второй задачей разработана методика построения национальных (страновых) интегральных индексов финансовой доступности (далее – FA) и инвестиционной привлекательности (далее – IA) для рынка коллективных инвестиций. В отличие от зарубежных подходов (М. Сарма, А. Демиргюч-Кунт, Л. Клаппер и другие – для FA; А. Гро, М. Вич, К. Лизер и другие – для IA), конструирующих обобщенные

индикаторы без учета институциональной специфики сектора, предложенная методика адаптирована к данному сегменту.

В структуру FA включены: число ПИФ/ETFs, доля владельцев паев, число УК-дистрибьюторов (для России), инфраструктурные расходы (для США); в структуру IA – историческая доходность, волатильность, чистый приток и отток средств в/из ПИФ. Индексы рассчитаны на основе минимакс-нормализации трех факторов финансовой доступности и инвестиционной привлекательности с равными весами (по 33%) за 2004-2024 гг. (США) и 2009-2024 гг. (Россия). Выборка: 178 ОПИФ/БПИФ и 200 американских фондов (около 80% СЧА). Прокси-переменные являются статистическими проекциями выделенных факторов финансовой доступности и инвестиционной привлекательности, которые представлены в таблицах 2 и 3.

Таблица 2 – Конкретизация факторов доступности рынка коллективных инвестиций

Фактор	Прокси-переменная
Финансовые издержки для розничных инвесторов (для США)	Размер инфраструктурных расходов взаимных фондов и ETFs (для США)
Открытость архитектуры дистрибуции инвестиционных паев (для России)	Количество УК, занимающихся дистрибуцией ОПИФ и БПИФ (для России)
Открытость архитектуры дистрибуции инвестиционных паев (для обеих стран)	Количество зарегистрированных взаимных фондов/ОПИФ и ETFs/БПИФ (для обеих стран)
Нефинансовые издержки для розничных инвесторов (для обеих стран)	Доля домохозяйств, владеющих взаимными фондами/ОПИФ и ETFs/БПИФ (для обеих стран)
Примечание – Количество УК-дистрибьюторов и число зарегистрированных паевых фондов также косвенно снижают нефинансовые издержки, поскольку расширение выбора и упрощение доступа сокращают временные затраты на поиск подходящего инструмента и снижают когнитивную нагрузку на инвестора. Однако в рамках операционализации они закреплены за фактором открытости архитектуры дистрибуции.	

Источник: составлено автором.

Таблица 3 – Конкретизация факторов инвестиционной привлекательности паевых фондов

Фактор	Прокси-переменная
Историческая доходность паевого фонда (для обеих стран)	Значение исторической доходности взаимных фондов/ОПИФ и ETFs/БПИФ (для обеих стран)
Волатильность доходности инвестиционного пая (для обеих стран)	Значение стандартного отклонения исторической доходности взаимных фондов/ОПИФ и ETFs/БПИФ (для обеих стран)
Инвестиционная стратегия паевого фонда, опыт и деловая репутация профессионального управляющего, прозрачность деятельности УК и другие (для обеих стран)	Чистый приток или отток средств домохозяйств из взаимных фондов/ОПИФ и ETFs/БПИФ (для обеих стран)
Примечание – Значения исторической доходности, стандартного отклонения исторической доходности взаимных фондов/ОПИФ и ETFs/БПИФ берутся взвешенными по СЧА для России и средними арифметическими для США.	

Источник: составлено автором.

На построенных временных рядах разработаны эконометрические модели, призванные ответить на вопрос, каким образом изменение доступности и привлекательности может быть связано с ключевыми параметрами индустрии – размером рынка, выраженным через суммарную СЧА паевых фондов, и макропеременными,

в частности, благосостоянием населения, выраженным через реальные располагаемые доходы домохозяйств. Переменные включены в модель в виде первых разностей (ADF-стационарны, $p < 0,05$). Результаты проведенного регрессионного анализа представлены в таблицах 4 и 5.

Таблица 4 – Результаты оценки чувствительности суммарной СЧА к индексам финансовой доступности и инвестиционной привлекательности ПИФ

Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Коэффициент	Р-значение	Зависимая переменная
По данным рынка США					
Изменение СЧА паевых фондов	74,47	13,56 (0,00)	Финансовая доступность	0,74**	0,05
			Инвестиционная привлекательность	2,00***	0,00
По данным рынка России					
Изменение СЧА паевых фондов	53,60	5,04 (0,02)	Финансовая доступность	0,11*	0,06
			Инвестиционная привлекательность	0,15**	0,03
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%.					

Источник: разработано автором.

Таблица 5 – Результаты оценки чувствительности реальных располагаемых доходов к индексам финансовой доступности и инвестиционной привлекательности ПИФ

Зависимая переменная	Adj. R ²	F-статистика, Р-значение	Коэффициент	Р-значение
По данным экономики США				
Изменение реальных располагаемых доходов домохозяйств	36,84	2,65 (0,08)	Финансовая доступность	0,07
			Инвестиционная привлекательность	0,25**
По данным экономики России				
Изменение реальных располагаемых доходов домохозяйств	80,60	10,02 (0,00)	Финансовая доступность	0,64
			Инвестиционная привлекательность	1,65***
*Уровень значимости 10%. **Уровень значимости 5%. ***Уровень значимости 1%.				

Источник: разработано автором.

Таким образом, можно сделать вывод, что модель чувствительности размера рынка показала положительную значимую связь индексов финансовой доступности и инвестиционной привлекательности с СЧА в обеих странах. Модель чувствительности благосостояния выявила значимое влияние инвестиционной привлекательности на реальные располагаемые доходы в обеих странах. Влияние финансовой доступности статистически незначимо для обеих стран. Это может быть объяснено более длительным лагом воздействия доступности на доходы, который не может быть зафиксирован

в условиях рассмотренного временного ряда. Индексы могут использоваться для мониторинга и целеполагания в развитии рынка коллективных инвестиций.

III Заключение

По итогам исследования получены следующие научные результаты:

1) впервые на основе эмпирического анализа финансовых и нефинансовых издержек дистрибуции паев в США и России, а также открытости каналов продаж, установлено, что доступность рынка коллективных инвестиций определяется не только уровнем комиссий, но и широтой ассортимента, доступом к аналитике и робо-эдвайзингу. В США выявлено многообразие каналов с различными сочетаниями издержек, предоставляющее инвесторам выбор при общем низком уровне комиссий. В России доминирование закрытых аффилированных каналов порождает одновременно повышенные финансовые издержки (2,25% для ОПИФ, 0,90% для БПИФ) и высокие нефинансовые барьеры; маркетплейсы формируют открытую архитектуру, но их аналитический функционал несовершенен. Теоретическое значение состоит в развитии концепции финансовой доступности через многомерную оценку, что углубляет теорию финансового посредничества; практическое – в обосновании реформ по развитию маркетплейсов, внедрению независимых рейтингов и интеграции робо-эдвайзинга;

2) впервые охарактеризована российская двухконтурная модель дистрибуции, синтезирующая внебиржевой и биржевой контуры на единой инфраструктуре Московской биржи, НКЦ и НРД. Сравнительный анализ с двадцатью юрисдикциями показал, что она является самостоятельным институциональным типом со следующими компонентами: а) сервис внебиржевых сделок без листинга через центрального контрагента (далее – ЦК); б) допуск ОПИФ к биржевым торгам; в) централизованная система учета инвестиционных паев ПИФ; г) единая группа биржи, ЦК и депозитария. Российская двухконтурная модель дистрибуции инвестиционных паев рассматривается как ориентир для совершенствования архитектуры рынка коллективных инвестиций в развивающихся странах;

3) разработан эконометрический подход к оценке детерминант эффективности ПИФ с включением пяти оригинальных факторов: монотонность цены пая, рейтинг информационной прозрачности, ESG, валютная диверсификация и регулярность выплат. На данных 116 ОПИФ и 94 БПИФ за 2014-2025 гг. установлена положительная значимая

связь с избыточной доходностью и СЧА для монотонности (все категории), информационной прозрачности и регулярности выплат (для соответствующих классов фондов). В отличие от исследований, основанных на традиционных доходно-рисковых характеристиках, предложенный подход, учитывающий структурные и институциональные факторы, обеспечивает скорректированный R^2 до 44,4% для избыточной доходности (против 4,8-28% в ранних работах) и до 97,9% для СЧА;

4) разработана методика рейтинговой оценки качества управления активами ОПИФ и БПИФ. В отличие от методик Эксперт РА, наследующих кредитный скоринг, авторский подход включает факторы, влияющие на СЧА и избыточную доходность. Верификация на 88 ОПИФ и 68 БПИФ показала: для ОПИФ акций с рейтингом А медианная избыточная доходность – 12,08% против 2,18% по Эксперт РА, коэффициент Шарпа – 0,59 против 0,09. Методика обеспечивает качественную дифференциацию отдельных категорий паевых фондов и снижает информационную асимметрию;

5) выявлены недостатки информационной среды (ограниченность скрининга, отсутствие бенчмарков у 29,8% ОПИФ, нестандартизованность данных). Следуя логике поведенческих финансов, разработан комплексный подход к повышению транспарентности, включающий: модернизацию скрининга маркетплейсов (количественные, структурные, бенчмарк- и ESG-фильтры); идентификацию бенчмарков в КИД/ПДУ (IMOEX, MCFTR, RUABITR, RUSFAR, учетные цены на золото и другие); формирование композитных портфелей для межрыночного сравнения и соответствия GIPS; внедрение авторских рейтингов прозрачности (6 критериев) и качества управления. Реализация подхода снижает транзакционные издержки и когнитивную нагрузку инвесторов;

6) разработана методика построения национальных (страновых) интегральных индексов финансовой доступности и инвестиционной привлекательности ПИФ, отражающая такие индикаторы, как: число фондов, доля владельцев паев в общей численности населения, число УК – дистрибьюторов, инфраструктурные расходы, доходность, волатильность, приток и отток средств в/из ПИФ. Эконометрический анализ подтвердил значимое положительное влияние индекса инвестиционной привлекательности на СЧА и доходы в США и России. Влияние индекса финансовой доступности значимо только для модели размера рынка. Индексы могут использоваться для мониторинга и целеполагания при развитии рынка коллективных инвестиций.

Определены направления дальнейших исследований: 1) углубление анализа детерминант эффективности управления ПИФ; 2) разработка дифференцированных методик присвоения рейтингов качества управления активами для всех категорий фондов; 3) калибровка весов факторов в интегральных индексах и их эмпирическая верификация на расширенных временных горизонтах и выборках данных.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Фирсов, Е.Д. Формирование открытой и закрытой архитектуры дистрибуции инвестиционных фондов: зарубежный и российский опыт / Е.Д. Фирсов // Вестник Академии знаний. – 2024. – № 3 (62). – С. 646-652. – ISSN 2304-6139.

2. Фирсов, Е.Д. Совершенствование методики оценки качества управления активами паевых инвестиционных фондов / Е.Д. Фирсов // Вестник Академии знаний. – 2024. – № 6 (65). – С. 1044-1049. – ISSN 2304-6139.

3. Фирсов, Е.Д. Анализ факторов избыточной доходности на рынке паевых фондов: роль финансовой доступности и инвестиционной привлекательности / Е.Д. Фирсов // Финансы и кредит. – 2025. – № 9. – С. 190-206. – ISSN 2071-4688.

4. Фирсов, Е.Д. Эволюция научных подходов к исследованию проблем финансовой доступности рынка коллективных инвестиций и инвестиционной привлекательности паевых фондов / Е.Д. Фирсов // Дайджест-Финансы. – 2026. – № 1. – С. 24-39. – ISSN 2311-9438.

5. Фирсов, Е.Д. Анализ роли инфраструктуры индустрии паевых фондов в обеспечении финансовой доступности и инвестиционной привлекательности инструментов рынка коллективных инвестиций / Е.Д. Фирсов // Вестник Академии знаний. – 2026. – № 3 (74). – С. 699-706. – ISSN 2304-6139.

6. Фирсов, Е.Д. Сравнительный анализ доступности каналов дистрибуции инвестиционных паев для розничных инвесторов: от американской модели к оптимизации российской практики / Е.Д. Фирсов, К.В. Криничанский // Экономические науки. – 2026. – № 7 (226). – С. 129-139. – ISSN 2072-0858.