

В диссертационный совет 24.2.372.04,  
созданный на базе ФГБОУ ВО «РЭУ  
им. Г.В. Плеханова»  
г. Москва, Стремянный пер., д. 36

### **ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА**

**на диссертационную работу Ларьковой Елизаветы Андреевны  
на тему «Формирование системы российских инвестиционных  
фондов на основе ESG-принципов», представленную  
на соискание учёной степени кандидата экономических наук  
по специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки)**

**Актуальность темы исследования.** На сегодняшний день развитие повестки по устойчивому развитию нашло свое отражение в Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов (задача 5. – Расширение вклада финансового рынка в достижение целей устойчивого развития из Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 и период 2026 и 2027 годов). Развитие ESG-повестки актуально не только в рамках стратегии фондового рынка России, но и в соответствии с принятой еще в 2024 году программой долгосрочных сбережений граждан. Помимо этого, возникает потребность в разработке инструментов инвестирования в активы, соответствующие ESG-критериям, как для институциональных, так и для частных инвесторов.

Вопросы развития российского фондового рынка в период геополитической напряженности и повышенного санкционного давления

заслуживают особого внимания. Очевидно, что в текущих условиях российская экономика может опираться преимущественно на внутренние источники финансирования, в связи с чем появляется необходимость в разработке новых финансовых инструментов, которые будут отвечать современным вызовам.

В своем исследовании Ларькова Е.А. поднимает вопрос о разработке и научном обосновании подходов к развитию стратегий ответственного инвестирования на российском фондовом рынке в условиях трансформации российской экономики.

С учетом принятой стратегии развития фондового рынка России на горизонте до 2030 года, где одна из ключевых ролей отдана развитию повестки по устойчивому развитию, тема исследования является высоко актуальной и заслуживающей внимания.

**Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.** Цель диссертации Ларьковой Е.А. состоит в разработке и научном обосновании подходов к развитию стратегий ESG-инвестирования российских институциональных инвесторов.

Поставленные в диссертационной работе Ларьковой Е.А. цель и задачи исследования определили структуру диссертации: введение, три главы, заключение, обширная библиография, большое количество информативных таблиц, рисунков и приложений. Работа логично структурирована и полностью охватывает основные проблемы выбранной темы исследования.

В первой главе автором рассмотрены теоретические основы коллективных инвестиций, изучена российская и зарубежная практика работы институциональных инвесторов. Отдельно отмечена роль негосударственных пенсионных фондов (НПФ) в развитии российского фондового рынка в рамках программы долгосрочных сбережений граждан и стратегии развития фондового рынка России до 2030 года.

Положения главы основаны на обширном фактическом материале, включая научные работы отечественных и зарубежных авторов. Автор проводит детальный анализ и аргументировано, с подробными ссылками на источники, делает выводы и предложения в отношении развития повестки по устойчивому развитию на российском рынке капитала. Автором также был изучен зарубежный опыт следования ESG-принципам в инвестиционной сфере. Таким образом, первая глава содержит авторскую оценку научных исследований, зарубежный опыт коллективного инвестирования и анализ нормативно-правовой базы коллективного инвестирования в России.

Во второй главе автор анализирует влияние ESG-рейтинга на финансовые показатели деятельности компаний, обосновывает причину включения эмитентов в авторский индекс и в предложенный индексный биржевой паевой инвестиционный фонд (БПИФ), проведя исследование методологий присвоения ESG-рейтингов от ведущих российских рейтинговых агентств (на основе рейтинга RAEX). Помимо этого, автор детально анализирует методологию расчета индекса Московской биржи, модифицировав её, предлагая свою уникальную методику расчета индекса, вводя новый весовой коэффициент для эмитентов в зависимости от степени оценки следования ими повестке по устойчивому развитию (на основе рейтингов RAEX).

В третьей главе исследования автором были проведены практические расчеты в соответствии с авторской методологией, которые подтвердили тезис о том, что инвестиции в соответствии с повесткой по устойчивому развитию являются целесообразными как для частных, так и институциональных инвесторов. Кроме того, Ларьковой Е.А. была проведена апробация авторской модели, способной прогнозировать распределение активов по секторам на период следующей ребалансировки в БПИФе «Устойчивого развития» с учетом социально-экономического развития России.

Следует выделить также предложения автора на макро-, мезо- и микроуровнях для более эффективного внедрения предложенного финансового инструмента на российском фондовом рынке.

К важным значимым результатам диссертационной работы с точки зрения возможностей их практического применения следует отнести обоснование предположений о привлекательности ESG-инвестирования в акции с помощью более диверсифицированной структуры фондового индекса с поправкой весов эмитентов на ESG-фактор, разработку структуры БПИФа «Устойчивого развития» как нового финансового инструмента, представляющего интерес для широкого круга инвесторов в рамках реализации ими стратегии сохранения и приумножения капитала.

Таким образом, работа написана на достаточно высоком теоретическом уровне, автором изучен, проанализирован и обобщен значительный объем научной литературы, нормативно-правовой базы, а также важные стратегические и статистические материалы, касающиеся перспектив развития российского фондового рынка. Выдвигаемые автором предложения продуманы, аргументированы и подтверждаются квалифицированным анализом фактологического материала.

Научные положения, выводы и рекомендации, сформулированные в диссертации, обоснованы, при этом содержание работы свидетельствует о личном вкладе автора в науку.

**Достоверность и новизна научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.** Основные положения, выводы и рекомендации диссертации Ларьковой Е.А. полностью отражены в автореферате и статьях как в российских, так и зарубежных научных изданиях (опубликовано 12 статей общим объемом – 6,70 печ. л. (авторских – 5,14 печ. л.), в том числе 6 статей общим объемом 3,82 печ. л. (авторских – 3,42 печ. л.) в рецензируемых научных изданиях), а также доложены на 4-х научно-практических конференциях.

Полученные в ходе данного исследования результаты апробированы и внедрены в учебный процесс РЭУ им. Г. В. Плеханова. Материалы исследования были использованы при написании главы «Стратегии для частного инвестора на фондовом рынке в условиях санкционного давления» в коллективной монографии «Современные финансы: проблемы, тенденции, риски», подготовленной кафедрой государственных и муниципальных финансов ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г. В. Плеханова», а также была разработана база данных в MS SQL «Анализ ESG-критериев компаний развивающихся рынков» в рамках выполнения внутреннего гранта РЭУ им. Г. В. Плеханова, которая позволила автоматизировать процесс обработки информации при работе над диссертацией.

Научная новизна исследования заключается в разработке теоретических положений и практических рекомендаций в отношении стратегии инвестирования в ESG-активы российских компаний-эмитентов, используя методические подходы по формированию авторского ESG-индекса, который сформирован таким образом, что компании с наивысшим ESG-рейтингом имеют больший вес в разработанном авторском индексе.

Таким образом, основные положения, выводы и рекомендации диссертации Ларьковой Е.А. обладают высокой степенью научной новизны, а само исследование содержит авторские подходы к решению ряда задач развития российского фондового рынка в свете реализации повестки устойчивого развития.

**Замечания и предложения.** Несмотря на теоретическую и практическую значимость проведенного Ларьковой Е.А. исследования формирования системы биржевых паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации, диссертация содержит отдельные недостатки, среди которых можно отметить следующие:

1. В теоретической части исследования автор обосновывает важную роль, которую призваны играть на рынке финансовых инструментов устойчивого развития пенсионные фонды (стр.40-41). Возможно, здесь стоило бы отдельно отразить проблему понимания фидуциарных стандартов деятельности указанных фондов, которые, как показывает, например, опыт крупных пенсионных фондов в США, могут служить препятствием для ESG-инвестиций указанных структур, поскольку такие инвестиции не всегда способствуют получению дополнительной прибыли в интересах участников пенсионных программ.

2. В разделе 2.2 или в комментариях по презентации диссертационной работы важно дать ответ на распространенный вопрос при изучении взаимосвязи показателей финансовой устойчивости компаний и их ESG-рейтингов, а именно, почему автор считает, что именно рейтинги влияют на показатели финансовой устойчивости компаний, а не наоборот.

3. Разработанный автором индексный фонд устойчивого развития, безусловно, может быть отличным альтернативным способом сохранения и преумножения капитала как для институциональных, так и для частных инвесторов. Однако в рамках введения прогрессивной шкалы налогообложения с 1 января 2025 года хотелось бы увидеть потенциальные налоговые преференции, которые мог бы получить инвестор, приобретая паи этого фонда.

4. По мнению оппонента при сравнении эффективности предложенного фондового индекса и портфеля БПИФ с учетом ESG-фактора в ряде случаев, например, на рисунке 3.6 (стр.117-118), результаты смотрелись бы более убедительными, если бы они основывались на показателях альфы новых индексных портфелей, рассчитанных методом скользящего окна за рассматриваемый период времени, поскольку данный показатель учитывает при сравнительных оценках не только дополнительную доходность стратегии, но и фактор риска.

5. С учетом быстрого развития рынка БПИФов, рассматривается ли автором возможность использовать более рискованные стратегии в фонде? Например, применение стратегии комбинирования длинных и коротких позиций в зависимости от рыночной конъюнктуры.

6. В своей работе автор использует термины из зарубежной литературы, включая наименования международных финансовых организаций. При этом соискатель зачастую применяет собственный перевод, что в ряде случаев затрудняет соотнесение авторских формулировок с общепринятыми.

Вместе с тем отмеченные недостатки не носят принципиального характера и не снижают научной ценности и практической значимости исследования.

**Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о присуждении ученых степеней.** Диссертация Ларьковой Е.А. является законченным, целостным и самостоятельным научным исследованием, в ходе которого достигнута поставленная цель, заключающаяся в разработке теоретических положений и практических рекомендаций по развитию российского фондового рынка в условиях трансформации национальной экономики и с учетом стратегии развития фондового рынка до 2030 года, где особое внимание уделено повестке по устойчивому развитию.

Автореферат Ларьковой Е.А. и опубликованные автором научные работы по теме исследования отражают основное содержание диссертации.

Диссертационная работа Ларьковой Елизаветы Андреевны на тему «Формирование системы российских инвестиционных фондов на основе ESG-принципов» выполнена на достаточно высоком уровне, соответствует требованиям пункта 9 Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842, предъявляемым к диссертациям

на соискание ученой степени кандидата наук, а ее автор Ларькова  
Елизавета Андреевна заслуживает присуждения ученой степени  
кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы  
(экономические науки).

Кандидат экономических наук

()

Абрамов А.Е.

Абрамов Александр Евгеньевич  
кандидат экономических наук, заведующий научно-исследовательской  
лабораторией анализа институтов и финансовых рынков Института  
прикладных экономических исследований Российской академии  
народного хозяйства и госслужбы при Президенте Российской  
Федерации

125167, г. Москва, проспект Вернадского, д.82, стр.1

рабочий тел. +7 (985) 410-57-42

e-mail: [ae\\_abramov@mail.ru](mailto:ae_abramov@mail.ru), [abramov-ae@ranepa.ru](mailto:abramov-ae@ranepa.ru)

28 мая 2025 г.

 Абрамов Дмитрий  
Сергеевич  
Директор центра  
кадрового админист-  
рирования

