

ЗАКЛЮЧЕНИЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО СОВЕТА Д 212.196.02, СОЗДАННОГО
НА БАЗЕ ФЕДЕРАЛЬНОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО БЮДЖЕТНОГО
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОГО УЧРЕЖДЕНИЯ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«РОССИЙСКИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ Г.В.
ПЛЕХАНОВА» МИНИСТЕРСТВА НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ, ПО ДИССЕРТАЦИИ НА
СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ КАНДИДАТА НАУК

аттестационное дело № _____

решение диссертационного совета от 10 ноября 2020 г. № 20

О присуждении Искяндярову Руслану Рушановичу, гражданину
Российской Федерации, учёной степени кандидата экономических наук.

Диссертация «Развитие российского рынка ценных бумаг с использованием высокочастотной биржевой торговли» по специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит принята к защите 04 сентября 2020 г. (протокол заседания № 12) диссертационным советом Д 212.196.02, созданным на базе федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» Министерства науки и высшего образования Российской Федерации, 117997, г. Москва, Стремянный пер., д. 36, диссертационный совет создан приказом № 374/нк от 29 июля 2013 г.

Соискатель Искяндяров Руслан Рушанович, 1992 года рождения, в 2014 году окончил государственное автономное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Московский городской университет управления Правительства Москвы», диплом № 117705 0017012, регистрационный номер 2196, дата выдачи 30 июня 2014 г. В 2014 г. соискатель поступил и в 2017 г.

окончил очную аспирантуру РЭУ им. Плеханова. Кандидатские экзамены сданы в 2017 году, диплом об окончании аспирантуры № 107718 0278321, регистрационный номер 23, дата выдачи 27 октября 2017 г.

Искандяров Р.Р. работает ассистентом кафедры «Финансы и цены» федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» Министерства науки и высшего образования с 2019 г. по настоящее время. В должности начальника Отдела расследований инсайдерской торговли и манипулирования рынком в Публичном акционерном обществе «Московская Биржа ММВБ-РТС» (с 2013 г. по настоящее время).

Диссертация выполнена на кафедре «Финансы и цены» федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» Министерства науки и высшего образования Российской Федерации.

Научный руководитель - доктор экономических наук, профессор Гришина Ольга Алексеевна, федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», кафедра «Финансы и цены», заведующий кафедрой.

Официальные оппоненты:

- Чалдаева Лариса Алексеевна, доктор экономических наук, профессор, ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Департамент отраслевых рынков факультета экономики и бизнеса, профессор,

- Кох Игорь Анатольевич, доктор экономических наук, доцент, ФГАОУ ВО "Казанский (Приволжский) федеральный университет", кафедра финансовых рынков и финансовых институтов Института управления, экономики и финансов, профессор, дали положительные отзывы на диссертацию.

Ведущая организация - федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Российская академия

народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», город Москва, в своём положительном отзыве, подписанном Корищенко Константином Николаевичем, доктором экономических наук, профессором, заведующим кафедрой фондовые рынки и финансовый инжиниринг, утвержденном Марголиным Андреем Марковичем, доктором экономических наук, профессором, проректором, указала, что диссертационная работа удовлетворяет требованиям Положения о присуждении ученых степеней (утв. постановлением Правительства РФ от 24 сентября 2013 г. №842), предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата наук, а её автор Искандяров Руслан Рушанович заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит.

Ведущая организация отмечает, что авторские разработки вносят существенный вклад в современную теорию финансов в части научного обоснования методических подходов и практических рекомендаций по развитию российского рынка ценных бумаг с использованием высокочастотной биржевой торговли. Практическая значимость диссертации состоит в разработке автором рекомендаций по идентификации операций, осуществляемых с помощью высокочастотной биржевой торговли, а также методики оценки риска манипулирования с помощью высокочастотной биржевой торговли. В этой связи рекомендуется использование авторских разработок при составлении проектов законодательных актов и регулирующих норм в сфере рынка ценных бумаг, а также при создании и корректировке тарифной политики биржевых площадок для регулирования торговой активности участников, применяющих высокочастотную биржевую торговлю.

Соискатель имеет 12 опубликованных работ, в том числе по теме диссертации 12 работ, опубликованных в рецензируемых научных изданиях 7 работ. В работах, общим объемом 4,2 п. л., отражаются основные результаты диссертационного исследования, в том числе рекомендации по идентификации операций, осуществляемых с помощью высокочастотной биржевой торговли, и выявлению

операций, имеющих признаки манипулирования рынком с помощью высокочастотной биржевой торговли. В публикациях также отражены результаты апробации предложенных в работе методик на реальных рыночных данных биржевых торгов за длительный временной период.

Наиболее значимые научные работы по теме диссертации:

1. Искяндяров Р.Р. Временная фрагментарность операций участников российского фондового рынка/Р.Р.Искяндяров //Банковские услуги. - 2019. -№ 8. - С. 24-31. - 0,3 печ. л.

2. Искяндяров Р.Р. Эволюция высокочастотной торговли/Р.Р.Искяндяров, О.А.Гришина // Вестник РЭУ им. Г. В. Плеханова. - 2018. - № 2. - С. 4-10. - 0,5 печ. л. (авт. - 0,3 печ. л.).

3. Искяндяров Р.Р. Концептуальные подходы к идентификации высокочастотной биржевой торговли/Р.Р.Искяндяров // Вестник РЭУ им. Г. В. Плеханова. - 2017. - № 3. - С. 66-74. - 0,5 п.л.

4. Искяндяров Р.Р. Высокочастотная торговля: проблемы идентификации/Р.Р.Искяндяров // Инновации и Инвестиции. - 2017. - № 3. -С. 154-158. - 0,4 печ. л.

5. Искяндяров Р.Р. Высокочастотная торговля: «благо» или «зло» биржевого рынка/Р.Р.Искяндяров // Экономика и предпринимательство. -2016. - № 12. - С.162-165. - 0,4 печ. л.

6. Искяндяров Р.Р. Практика layering: механизм реализации и законодательные барьеры/Р.Р.Искяндяров // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2016. - № 31 (313). - С. 57-64. - 0,4 печ. л.

7. Искяндяров Р.Р. Практика спуфинга: манипулирование или эффективное использование неэффективности рынка/Р.Р.Искяндяров // Экономика и управление в машиностроении. - 2015. - №№5. - С.56-59. - 0,2 печ. л.

Недостовверных сведений об опубликованных соискателем ученой степени работах, в которых изложены основные научные результаты диссертации, и

заимствованиях материалов или отдельных результатов без указания источника, установлено не было.

На автореферат диссертации поступило 5 отзывов:

1. Из ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет» от д.э.н., профессора, профессора кафедры банков, финансовых рынков и страхования Лебедевой Марины Евгеньевны. Отзыв положительный. Замечания: 1) При проведении сравнительного анализа подходов к идентификации операций при высокочастотной биржевой торговле автор в недостаточной степени исследует количественные характеристики данных подходов (стр. 17). Отражение указанных характеристик позволило бы провести полноценный сравнительный анализ подходов и выработанного автором алгоритма идентификации операций при высокочастотной биржевой торговле, что позволило бы усилить теоретическую и практическую значимость исследования; 2) При проведении сравнительного анализа функций высокочастотной биржевой торговли на российском и американском рынке ценных бумаг автором не приводятся конкретные расчеты на основе статистических данных, способных подкрепить и усилить выводы соискателя (стр. 15).

2. Из ФГАОУ ВО «Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации» от д.э.н., профессора, профессора кафедры международных финансов Болонина Алексея Ивановича. Отзыв положительный. Замечания: 1) К числу дискуссионных вопросов стоит отнести недостаточное освещение теоретического аппарата исследования, что позволило бы наиболее полно раскрыть категорию «высокочастотная биржевая торговля»; 2) При проведении сравнительного анализа форм торговли (с. 12-13) соискатель не отражает доли каждой из форм торговли на современном фондовом рынке, что позволило бы подчеркнуть актуальность исследования; 3) Проводя сравнительный анализ американского рынка ценных бумаг и российского рынка ценных бумаг, соискатель в недостаточной мере описывает количественные различия указанных рынков (с. 14-16); 4) Отражая

уровень конкуренции между биржами, автор не представляет статистические данные по структуре американского рынка ценных бумаг и кратко описывает характер ценовой фрагментации (с. 16). Представление указанной информации позволило бы повысить достоверность проведенного анализа.

3. Из ПАО Московская Биржа от Руководителя Службы внутреннего контроля - Заместителя Председателя Правления Савушкина Антона Вячеславовича. Отзыв положительный. Замечание: В своем исследовании автор предлагает пороговые значения критериев, позволяющих выявить потенциальные операции манипулирования рынком с помощью высокочастотной биржевой торговли (Таблица 7, с. 23). Рассматриваемые пороги понятны с практической точки зрения, при этом за рамками работы находится теоретическое и/или математическое обоснование выбранных значений. Исправление данного недочета позволило бы повысить теоретическую значимость диссертационного исследования.

4. Из ООО ИК «Хамстер-Инвест» от к.э.н., заместителя Генерального директора Ивакина Дмитрия Юрьевича. Отзыв положительный. Замечания: 1) Отражая отличия высокочастотной биржевой торговли в условия российского фондового рынка по сравнению с американским фондовым рынком, соискатель в неполной мере количественно отражает их различия с точки зрения законодательного регулирования, уровня конкуренции и ликвидности ценных бумаг, количества активных участников торгов и клиентов (с. 15). Количественные характеристики позволили бы более четко отразить отличия этих рынков друг от друга, что усилило бы полученные автором выводы; 2) Предлагая подход к кластеризации ценных бумаг для анализа высокочастотной торговли, автор ограничивается исключительно таким видом ценных бумаг, как обыкновенные и привилегированные акции (с.16-17), оставляя за рамками исследования другие виды инструментов рынка ценных бумаг. Использование при анализе операций других инструментов фондового рынка позволило бы увеличить охват исследования и достоверность полученных результатов.

5. Из Акционерного общества «Национальная товарная биржа» от Директора, Председателя Правления Наумова Сергея Александровича. Отзыв положительный. Замечания: 1) В своем исследовании автор рассматривает только рынок акций (с. 17), оставляя без внимания другие биржевые рынки: рынок облигаций, срочный рынок, рынок стандартизированных финансовых инструментов, валютный рынок и товарный рынок. Применение алгоритмов, используемых автором для анализа рынка акций, и дальнейшее сравнение выводов было бы полезным и позволило бы сделать данное исследование кросс-рыночным; 2) Соискатель рассматривает только биржевые операции участников (с. 16), при этом внебиржевой рынок остается за рамками данного исследования. Это не снижает качества и применимости полученных выводов ввиду высокой доли биржевых торгов на российском рынке ценных бумаг, однако при исследовании, например, валютного рынка данное замечание было бы значительным недочетом.

Выбор официальных оппонентов и ведущей организации обосновывается их соответствием требованиям п. 22 и 24 Положения о присуждении ученых степеней.

Диссертационный совет отмечает, что на основании выполненных соискателем исследований:

- разработана новая научная идея о противоречивости влияния высокочастотной биржевой торговли на развитие российского рынка ценных бумаг, состоящая в повышении уровня ликвидности этого рынка, снижении уровня асимметричности информации, и, вместе с тем, нестабильности предоставления биржевой ликвидности, способности манипулировать рынком для разработки методических и регулирующих норм рынка ценных бумаг;

- разработана новая экспериментальная методика, позволившая на основе анализа минимального периода торговой активности участников фондового рынка в течение торговой сессии, минимального соотношения количества подаваемых и отмененных заявок, максимального времени жизни подаваемых заявок выявить качественно новые закономерности в функционировании рынка ценных бумаг, что позволяет выделять участников, применяющих высокочастотную биржевую

торговлю, оценивать влияние их действий на развитие рынка и использовать данную методику в других секторах финансового рынка Российской Федерации;

- предложена оригинальная методика оценки риска манипулирования ценами при использовании высокочастотной биржевой торговли на основе анализа времени жизни и объемов заявок, реакции цен на выставление подобных заявок, заключения по ним сделок для выявления биржевых операции, имеющих признаки манипулирования ценами, и развития методов мониторинга операций участников рынка ценных бумаг;

- дана авторская трактовка понятия «высокочастотная биржевая торговля» как самостоятельного и перспективного элемента российского рынка ценных бумаг, ориентированного на повышение скорости проведения биржевых операций и перевода их в цифровой режим.

Теоретическая значимость исследования обоснована тем, что:

- доказана целесообразность использования авторского подхода к выбору инструментов рынка ценных бумаг для определения влияния на него высокочастотной биржевой торговли, что расширяет научные представления о фрагментации инструментов российского фондового рынка;

- изложены идеи систематизации рисков высокочастотной биржевой торговли, влияющие на развитие рынка ценных бумаг, что способствует разработке подходов к оценке и выработке способов предотвращения таких рисков для устойчивого развития рынков ценных бумаг;

- исследованы генезис развития высокочастотной биржевой торговли, классификационные группы признаков высокочастотной биржевой торговли (формальные и временные признаки, признаки торговой активности и применяемых стратегий), что обогащает теорию биржевой торговли в части описательной характеристики существующих форм торговли.

Значение полученных соискателем результатов исследования для практики подтверждается тем, что:

- разработаны и внедрены в практическую деятельность Службы внутреннего контроля ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» элементы алгоритма идентификации операций при высокочастотной биржевой торговле, позволяющие выявлять участников торгов, применяющих высокочастотную биржевую торговлю, и проводить оценку влияния их операций на ликвидность рынка ценных бумаг;

- создана система практических рекомендаций по выявлению операций, обладающих признаками манипулирования рынком, которая базируется на использовании общедоступных анонимных рыночных данных, что способствует проведению первичного анализа биржевых операций на предмет выявления признаков манипулирования ценами ценных бумаг;

- даны методические рекомендации по формированию групп ценных бумаг для анализа высокочастотной биржевой торговли, которые базируются на анализе общедоступной рыночной информации и позволяют выделить наиболее ликвидные инструменты фондового рынка, по которым торговая активность участников, применяющих высокочастотную биржевую торговлю, оказывает существенное влияние на ценообразование.

Оценка достоверности результатов исследования выявила:

- теоретические положения построены на результатах отечественных и зарубежных исследований на базе информационно-аналитических и статистических материалов Центрального банка Российской Федерации, органов государственной власти Российской Федерации, ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» с учетом нормативно-правовых актов, регулирующих рынок ценных бумаг Российской Федерации;

- идея развития российского рынка ценных бумаг с помощью высокочастотной биржевой торговли базируется на обобщении передового зарубежного опыта, анализе международной и лучшей отечественной практики в изучении влияния высокочастотной биржевой торговли на фондовый рынок;

- использовано сравнение полученных автором результатов с выводами в научных работах, аналитических материалах и публикациях по рассматриваемой тематике;

- установлено, что полученные результаты имеют логическое обоснование и соотносятся с результатами, полученными другими исследователями изучаемой проблематики.

Личный вклад соискателя состоит в его непосредственном участии в получении исходных данных, их обработке и интерпретации, вовлеченности во все этапы процесса исследования, в апробации результатов исследования и подготовке основных публикаций по выполненной работе.

Диссертационное исследование является научно-квалификационной работой, в которой отражено решение актуальной научной задачи по развитию теоретико-методических и практических положений по повышению эффективности функционирования рынка ценных бумаг с использованием высокочастотной биржевой торговли, имеющее существенное значение для успешного развития фондового рынка Российской Федерации.

Диссертационное исследование соответствует требованиям п. 9-14 Положения о присуждении учёных степеней, утверждённого постановлением Правительства РФ от 24 сентября 2013 г. № 842.

Результаты диссертационного исследования могут быть использованы законодательными и исполнительными органами власти, Центральным Банком Российской Федерации, биржами, торговыми площадками и профессиональными участниками рынка ценных бумаг при разработке законодательных актов и регулирующих норм в сфере российского рынка ценных бумаг, при выполнении процедур внутреннего контроля, в качестве инструментария анализа поведения участников фондового рынка, а также при проведении мероприятий, связанных с выявлением правоохранительными органами фактов манипулирования ценами финансовых инструментов.

На заседании 10 ноября 2020 г. диссертационный совет принял решение присудить Искяндярову Р.Р. учёную степень кандидата экономических наук.

При проведении тайного голосования диссертационный совет в количестве 16 человек, из них 13 докторов наук по специальности 08.00.10 -Финансы, денежное обращение и кредит, участвовавших в заседании, из 24 человек, входящих в состав совета, проголосовали: за - 16, против - нет, недействительных бюллетеней - нет.

Председатель
диссертационного совета,
доктор экономических наук, профессо

Слепов В.А.

Ученый секретарь
диссертационного совета,
доктор экономических наук, профессо

Маршавина Л.Я.

11 ноября 2020 г.