

## **ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА**

**на диссертацию Искяндярова Руслана Рушановича**

**на тему «Развитие российского рынка ценных бумаг с использованием высокочастотной биржевой торговли», представленную на соискание учёной степени кандидата экономических наук по специальности**

**08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит**

**(экономические науки)**

**Актуальность темы диссертационного исследования Искяндярова Р.Р.** не вызывает сомнений. С начала XXI века информационные технологии привнесли изменения во многие сферы жизни, в том числе и на фондовые рынки. Одним из таких изменений стало появление новой формы биржевой торговли – высокочастотной биржевой торговли. Несмотря на то, что высокочастотная биржевая торговля зародилась еще во второй половине XX века, только в последние два десятилетия она стала доминирующей на современных фондовых рынках. Сегодня подавляющий объем торгов на рынках ценных бумаг генерируется именно за счет высокочастотной биржевой торговли, осуществляемой с помощью автоматизированных компьютерных систем.

Несмотря на системообразующую роль высокочастотной биржевой торговли на современных рынках ценных бумаг, она до сих пор остаётся малоизученной. Среди научного и профессионального сообщества не выработаны ни общепринятое определение высокочастотной биржевой торговли, ни подходы к выявлению участников такой торговли. Кроме этого, однозначно не определены влияние высокочастотной биржевой торговли на поведение и финансовые результаты других участников рынка, а также

возможность ее использования в качестве инструмента манипулирования рынком.

Особую актуальность диссертационное исследование Искяндярова Р.Р. приобретает в условиях российского рынка ценных бумаг, находящегося в процессе развития и не достигшего еще уровней массовости, емкости и ликвидности, характерных для наиболее развитых рынков, но вместе с тем достаточно развитого технологически для применения всех наиболее современных торговых инструментов и алгоритмов.

### **Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации**

Сформированные в диссертационном исследовании научные положения и выводы отличаются актуальностью, корректностью и четкостью. Их обоснованность базируется на эффективном использовании современных методов исследования. Достоверность научных результатов подтверждается использованием актуальной биржевой информации при проведении анализа высокочастотной биржевой торговли, а также положений, содержащихся в научных трудах российских и зарубежных ученых.

Защищаемые положения диссертационного исследования использованы в практической деятельности Службы внутреннего контроля Публичного акционерного общества «Московская биржа ММВБ-РТС», а также апробированы в деятельности ООО «Инвестиционная компания «Хамстер-Инвест», что подтверждает их теоретическую значимость и практическую направленность.

Диссертация структурно оформлена в соответствии с требованиями, предъявляемым к научным работам. Основная часть диссертационного исследования выполнена на 152 страницах. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений. Стиль диссертации носит научный характер, материалы исследования изложены логично и последовательно, структура диссертации имеет внутреннее единство,

что свидетельствует о личном вкладе автора в выполненное исследование.

Первая глава диссертации посвящена предпосылкам становления и развития высокочастотной биржевой торговли (с. 13-19), её связи с теориями биржевого ценообразования (с. 19-30), а также различным подходам к идентификации операций при высокочастотной биржевой торговле (с. 32-41). Вторая глава диссертации отражает видоизменение высокочастотной торговли на российском рынке ценных бумаг, описание ряда специфических рисков, присущих высокочастотной биржевой торговле, а также разработке алгоритма идентификации операций при высокочастотной биржевой торговле (с. 67-88). Третья глава исследования затрагивает вопросы справедливости ценообразования и возможность высокочастотной биржевой торговли участвовать в особом рода манипулировании рынком (с. 99-111).

#### **Новизна и значимость исследования**

В рамках диссертационного исследования Искандяровым Р.Р. были получены следующие новые научные результаты, имеющие высокую теоретическую и практическую значимость.

1) Дана развернутая характеристика высокочастотной биржевой торговли как специфического феномена современного финансового рынка (дано определение такой торговли, выявлены ее специфические признаки, определены связанные с нею рисковые факторы), как в контексте классических теорий рыночного поведения и ценообразования, так и с точки зрения сложившейся рыночной практики. При отсутствии в научной литературе единого подхода к описанию объекта исследования такая всесторонняя характеристика является особенно ценным результатом.

2) Предложен алгоритм идентификации на российском рынке ценных бумаг биржевых операций, относящихся к высокочастотной биржевой торговле. В рамках разработки данного алгоритма автором предложены новые количественные показатели, характеризующие торговую активность участников фондового рынка (срок жизни заявки, минимальный период

торговой активности, соотношение количества сделок и заявок). Следует отметить, что алгоритм базируется на анализе репрезентативной и релевантной эмпирической информации о ходе и результатах биржевых торгов, что обеспечивает обоснованность рекомендаций автора.

3) Выявлены риски, связанные с высокочастотной биржевой торговлей, определены их трансформации в условиях российского рынка ценных бумаг, а также дана оценка влияния применения технологий высокочастотной биржевой торговли на рисковую среду российского фондового рынка.

4) Разработана методика аналитического выявления биржевых операций, совершаемых участниками рынка ценных бумаг с использованием технологий высокочастотной биржевой торговли и имеющих признаки манипулирования рынком.

Несомненным достоинством диссертации Искандярова Р.Р. является высокое качество представленной автором научной доказательной базы по выносимым на защиту новым научным результатам. Автором выполнен большой объем аналитических расчетов с использованием фактических данных и продвинутого математического и статистического аппарата, в том числе самостоятельно разработанных методик. В частности, предложенный автором подход к кластеризации ценных бумаг для целей анализа высокочастотной биржевой торговли существенно развивает подходы к количественному анализу биржевых операций и может быть успешно использован в других исследованиях.

### **Замечания**

Наряду с отмеченными выше достоинствами диссертации, необходимо отметить ряд содержащихся в ней дискуссионных положений, в том числе:

1) Сформулированное автором диссертации определение высокочастотной биржевой торговли как системы взаимосвязанных модулей компьютерных технологий (стр. 38) представляется весьма дискуссионным. По нашему мнению, компьютерные технологии могут являться одним из элементов

торговой инфраструктуры либо одним из вспомогательных механизмов, применяемых участниками торговли, но торговля в целом не может быть сведена только лишь к набору технологий.

2) При изучении способов идентификации операций при высокочастотной биржевой торговле автор приводит способы, которые применяются на зарубежных фондовых рынках (стр. 35-41). Однако остаются за кадром количественные характеристики операций для каждого из подходов. Для того, чтобы работа выглядела более завершенной, можно было бы подкрепить отраженные способы количественными характеристиками операций, что позволило бы провести сравнительный анализ с алгоритмом, предложенным автором.

3) Автор, исследуя феномен высокочастотной биржевой торговли, определяет интуитивно понятные пороговые значения количественных критериев, позволяющих однозначно идентифицировать операции участников торгов, совершаемые в рамках такой торговли (стр. 78-87). Однако за текстом работы остается обоснование выбранных критериев, включение которого могло бы усилить математический аппарат диссертационного исследования.

4) Анализируя биржевые операции, автор ограничивается исключительно таким видом ценных бумаг, как акции. Вместе с этим, за рамками диссертационного исследования остаются такие финансовые инструменты фондового рынка, как облигации и паи паевых инвестиционных фондов. Анализ операций по этим инструментам позволил бы увеличить охват исследования и достоверность полученных результатов.

Вместе с тем, указанные выше замечания и дискуссионные положения не снижают качество проведенного автором диссертационного исследования и не влияют на уровень теоретической и прикладной значимости полученных автором новых научных результатов.

### **Заключение**

Тема и основные новые научные результаты диссертационного

исследования Искандярова Р.Р. соответствуют п. 6.1. «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов» и пункту 6.18. «Специфика функционирования, институциональные основы и механизмы различных сегментов рынка ценных бумаг» Паспорта специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит» (экономические науки).

Автореферат диссертации и опубликованные соискателем научные работы в полной мере отражают основные положения диссертации.

Диссертационная работа соответствует требованиям п. 9 Положения о присуждении учёных степеней (утв. постановлением Правительства РФ от 24 сентября 2013 № 842), предъявляемым к диссертациям на соискание учёной 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 (экономические науки).

Официальный оппонент Кох Игорь Анатольевич  
Профессор кафедры финансовых рынков  
и финансовых институтов  
Института управления, экономики и финансов  
ФГАОУ ВО «Казанский (Приволжский)  
федеральный университет», д.э.н., доцент



Кох И.А.

ФГАОУ ВО «Казанский  
(Приволжский)  
федеральный  
университет»  
420008, г. Казань,  
ул. Кремлевская, д. 19  
+7(843)2337109  
Koch-mail@yandex.ru

