

ОТЗЫВ

на диссертацию на соискание учёной степени кандидата наук Проскурякова Ивана Михайловича на тему «Совершенствование торговых моделей арбитража на рынках долговых инструментов и их деривативов» по специальности –

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

доктора экономических наук Ершова Михаила Владимировича, включённого в списочный состав диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.116 по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук

Проскуряков И.М. представил диссертацию на тему: «Совершенствование торговых моделей арбитража на рынках долговых инструментов и их деривативов» на соискание учёной степени кандидата экономических наук к публичному рассмотрению и защите по научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Содержание диссертации *полностью* соответствует паспорту научной специальности Финансы, денежное обращение и кредит – 08.00.10 п. 6.4. «Теория и методология проблемы портфельной политики в области ценных бумаг», п. 6.6. «Развитие теоретических и практических основ биржевой политики и биржевой торговли», п. 6.8. «Методология оценки доходности финансовых инструментов».

Полагаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Отмечаю, что:

1) соискатель учёной степени Проскуряков И.М. предложил значимые для науки и практики решения **актуальной научной задачи**, имеющей актуальное экономическое значение — расширение теоретических знаний в области арбитражной торговли на рынке ценных бумаг, а также в усовершенствование торговых моделей арбитража, применение которых участниками рынка должно

позволить повысить ликвидность, эффективность российского рынка долговых инструментов и их деривативов, а также снизить его волатильность.

2) соискатель учёной степени Проскуряков И.М. ввёл в научный оборот следующие новые научные результаты:

– Разработал типологию арбитражных стратегий на рынках долговых инструментов и их деривативов с выделением новых видов арбитража, предполагающих группировку типов арбитражных стратегий по уточненным критериям.

– Составил классификацию рисков арбитражных стратегий, разделяющую риски арбитражера на неконтролируемые и частично контролируемые. Предложил методы их минимизации.

– Провел сравнительный анализ фондовых рынков России, Италии и США с точки зрения применимости торговых моделей арбитража.

– Разработал авторские торговые модели арбитража – одна для рынка государственных облигаций, другая для рынка фьючерсов на государственные облигации.

3) диссертация «Совершенствование торговых моделей арбитража на рынках долговых инструментов и их деривативов» обладает внутренним единством и логичностью подходов.

4) обоснованность положений и выводов диссертации «Совершенствование торговых моделей арбитража на рынках долговых инструментов и их деривативов» подтверждена следующими аргументами:

1.Расширенная и уточненная типология арбитражных стратегий на рынках долговых инструментов и их деривативов с двумя новыми видами типов арбитражных стратегий – арбитраж на рынке негосударственного долга и интернациональный арбитраж.

Автором рассмотрены теоретические и практические аспекты существующих арбитражных стратегий с использованием долговых инструментов и их деривативов. Справедливо указывается, что арбитраж выпусков может проводиться на рынке облигаций, для которого имеется

хорошо развитый рынок РЕПО и достаточная ликвидность. На основе проведенного анализа построена типология арбитражных стратегий, которая группирует 17 типов стратегий в четыре вида. Работа выделяет вид арбитража на рынке негосударственного долга, который основывается на корпоративных и муниципальных долгах. Обозначены стратегии, которые могут быть применены на российском рынке.

2. Классификация рисков арбитражных стратегий по критерию их контролируемости с предложением метода минимизации частично контролируемых рисков. Автор рассмотрел 12 видов риска, с которыми сталкиваются при арбитраже на рынках долговых инструментов и их деривативов. Произведен анализ этих видов рисков, на основе чего предложена их классификация по критерию контролируемости.

3. Балльная система оценки риска и доходности торговых моделей арбитража на рынках долговых инструментов и их деривативов. Оценка основана на применении ряда показателей эффективности торговых моделей, применяемых при анализе инвестиционных портфелей. Проводится сравнительный анализ авторской торговой модели с торговой моделью предшественников (Куинна). Делается вывод, что торговая модель автора, на дневных данных более эффективна по сравнению с моделью Куинна. Сделано сравнение результативности арбитража на рынке России и рынке Италии, а также на рынках США и Германии.

4. Усовершенствованная оптимальная торговая модель арбитража кривой доходности на основе сравнения спотового спреда доходности со скользящим средним спреда периода за несколько месяцев (от 5 до 13) для выявления арбитражных возможностей и установки минимальной величины отклонения от среднего, служащего триггером для открытия позиций. Оптимальная модель является более совершенной по сравнению с кумулятивной моделью, так как она приносит большую доходность без увеличения волатильности, и наибольшую эффективность дает арбитражная торговля долговыми инструментами с разницей в сроке погашения не более 1 года, как показало

обратное тестирование. Расчеты произведены на основе данных, полученных из терминала Bloomberg. Анализ проведен с использованием современных подходов и расчетов, применяемых при анализе рынков ценных бумаг.

5. Результат анализа применимости арбитража на рынках России, Италии и США. Выявлена предпочтительность рынков Италии и США для применения арбитража по сравнению с российским рынком. Автором проведен анализ финансово-экономических показателей рынков перечисленных стран. Справедливо подчеркивается, что ликвидность один из наиболее важных факторов для арбитражных операций.

Представляется спорным вывод автора о необходимости минимального регулирования деятельности хедж-фондов (С. 74-75). При этом автор оправданно дает примеры рисков либерализации регулирования (LTCM), аргументируя при этом, что они повышают рыночную эффективность, способствуют становлению на фондовом рынке справедливых цен и т.д., что по мнению автора является непререкаемым доводом в пользу максимальной либерализации регулирования хедж-фондов. Между тем хорошо известно, что кризис LTCM вызвал серьезные системные сбои функционирования финансового рынка, что соответственно свидетельствует о том, что эти институты на этом этапе не выполняли своей положительной роли, которые упомянуты автором на с. 74-75, и вызвали большие негативные последствия для рынка, вынудив регуляторов ужесточить свои подходы. Ситуация была столь сложная, что только меры поддержки ФРС позволили ее стабилизировать.

6. Результаты регрессионного анализа влияния ликвидности и поставочных опционов на торговые модели. Торговая модель статистического арбитража, доходность которой имеет положительную зависимость от ликвидности (объема торгов) более ликвидного фьючерса и отрицательную зависимость от ликвидности менее ликвидного фьючерса, будет более эффективной, чем торговая модель, доходность которой не имеет указанной исторической связи, что обуславливается тем, что такая модель лучше

улавливает и использует рыночные неэффективности, определяющиеся разницей в ликвидности торгуемых инструментов. Торговые модели, поведение доходностей которых больше зависит от влияния поведения цен поставочных опционов, будут более эффективными, что объясняется тем, что они лучше используют рыночную неэффективность, связанную с неправильной оценкой рынком поставочных опционов фьючерсов.

5) результаты диссертации Проскурякова И.М. нашли практическое применение в деятельности в практической деятельности АО «УК «Еврофинансы». Материалы диссертационного исследования используются Департаментом финансовых рынков и банков ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебных дисциплин «Анализ финансовых рынков» и «Управление портфелем и портфельные риски». Результаты диссертации Проскурякова И.М. могут найти более широкое практическое применение в деятельности участников финансового рынка – компаний (профессиональных участников рынка ценных бумаг) и частных лиц, для регуляторов, а также для повышения финансовой грамотности населения.

6) диссертация содержит сведения о личном вкладе Проскуряков И.М. в науку, который проявил необходимые общие теоретические знания по проблемам портфельной политики в области ценных бумаг, продемонстрировал умение аргументированно излагать свою точку зрения, доказал наличие квалификационных способностей к дальнейшей научной деятельности в решении новых научных задач при анализе вопросов функционирования финансовых рынков.

7) все материалы или отдельные результаты, заимствованные Проскуряковым И.М. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования.

8) основные научные результаты диссертации опубликованы в рецензируемых научных изданиях в 5 работах объемом 3,45 п.л. (весь объем авторский).

9) соискатель учёной степени Проскуряков И.М. в ходе работы над диссертацией и подготовки к публичной защите показал себя как грамотный специалист.

Исходя из изложенного, полагаю, что представленная к защите диссертация на тему «Совершенствование торговых моделей арбитража на рынках долговых инструментов и их деривативов»:

- 1) соответствует заявленной научной специальности и может быть допущена к защите;
- 2) соответствует установленным критериям и требованиям.

Ершов Михаил Владимирович

доктор экономических наук

« 28 » декабря 20 20 г.

«
В
«

Полтава 11.02.20

1 1 1