

ОТЗЫВ НАУЧНОГО РУКОВОДИТЕЛЯ
на Апостолова Александра,
автора диссертации «Современные модели организации
постторговой инфраструктуры финансового рынка»,
представленной на соискание ученой степени кандидата экономических наук
по специальности 5.2.4. Финансы

1. Описание общего впечатления от работы: наличие актуальности, структура работы, логика изложения материала, последовательность изложения.

В работе рассматриваются вопросы, связанные с формированием и развитием инфраструктурных институтов финансового рынка, выполняющих функции, необходимые для завершения сделок, заключаемых участниками рынка. Следует обратить внимание на следующий факт: несмотря на недостаточную популярность представленной темы в среде академических исследователей, её популярность у регуляторов финансового рынка и его участников, включая как профессиональное сообщество, так и корпоративных и розничных инвесторов, нарастает. Последнее обстоятельство является следствием осмысления в ходе анализа причин и последствий кризиса 2007-2009 годов регуляторами и участниками рынка роли и значения инфраструктурных институтов в обеспечении финансовой стабильности.

Своеобразным катализатором нарастающего интереса к вопросам организации расчетов по сделкам и исполнению обязательств из сделок у всех участников рынка стало развитие финансового инжиниринга и расширение практики продаж сложных и агрегированных финансовых продуктов. Дополнительным фактором, усиливающим необходимость изучения процессов формирования правовых отношений между участниками рынка в период после момента заключения сделки до момента полного исполнения обязательств из сделки (постторговый период), наряду с установлением самого факта наличия/отсутствия сделки, стала форсированная цифровизация операционной среды финансового рынка. Названные обстоятельства оказывают существенное влияние на формирование финансовых результатов участников рынка и, соответственно, на финансовую стабильность и отдельных его игроков, и рынка в целом.

Расширение практики использования санкционных мер в международных отношениях на уровне суверенных государств в качестве инструмента конкурентной борьбы, наблюдаемое в период с февраля 2022 года, свидетельствует о необходимости изучения особенностей деятельности основных компонентов (институтов) постторговой инфраструктуры в условиях как уже действующих ограничений в отношении их деятельности, так и возможных в будущем. Достаточно новым обстоятельством, подтверждающим необходимость изучения возможностей создания системы оборота финансовых инструментов и денежных средств, предназначенных для заключения сделок с ними/полученных в результате сделок, максимально защищенных от влияния факторов, не контролируемых российским регулятором финансового рынка и властями Российской Федерации, стала усиливающаяся фрагментация глобальной экономики и финансовых рынков.

Автором учтено большинство замечаний научного руководителя и рецензентов: удалены обширные фрагменты текста, описывающие историю развития инфраструктуры финансового рынка; результаты изучения действующих моделей интеграции инфраструктурных институтов в значительной степени представлены графическим материалом и в табличной форме, что позволило автору повысить информативность 2-й главы, сократив ее описательную часть и дополнить 3-ю главу. В результате текст рукописи стал более сбалансированным.

Рукопись содержит Введение, 3 главы, Заключение и Приложения. Общий объем – 237 страниц. Список использованных источников состоит из 179 единиц. Количество рисунков – 74. Логика и последовательность изложения соблюдены.

2. Соответствие названия работы поставленной цели. Соответствие содержания работы поставленным задачам. Степень достижения цели и степень раскрытия (решения) поставленных задач.

Поставленная автором цель – выявление тенденций развития постторговой инфраструктуры современных финансовых рынков и разработка на их основе рекомендаций по совершенствованию модели организации постторговой инфраструктуры финансового рынка Российской Федерации – соответствует названию работы.

Для достижения поставленной цели автором выделены 8 задач, которые в большинстве своем полностью решены.

3. Характеристика содержания работы (по главам). Основные моменты, представляющие научный интерес и значимость. Основные замечания и недостатки.

Во Введении отражена актуальность темы. По сравнению с предыдущими вариантами рукописи автором скорректированы цель работы (на основании замечаний рецензентов и результатов предыдущего обсуждения) и, соответственно, задачи. Число задач выросло с 7 до 8. Четко определены объект и предмет исследования.

Введение содержит все требуемые элементы научного исследования, представляемого к защите. Выделены 8 элементов научной новизны, определена теоретическая значимость работы и ее практическая ценность.

Методологией исследования, наряду с общенаучными методами – анализом, синтезом, сравнением, обобщением и абстрагированием, стали статистические методы обработки нечисловой информации.

На защиту выносятся 8 положений.

Первая глава диссертации – «Теоретические положения о постторговой инфраструктуре финансового рынка», 5 параграфов, 56 страниц – подверглась значительному сокращению в соответствии с полученными замечаниями.

Самостоятельную научную ценность первой главы представляет проведенный автором полный и детальный обзор литературы по теме исследования. В современной российской экономической литературе вопросы, связанные с деятельностью инфраструктурных институтов финансового рынка, мало изучены. Автор вводит в научный оборот значительный объем зарубежных исследований, посвященных

деятельности инфраструктурных институтов и анализу распространившихся практик их интеграции.

Как отмечалось в ходе предыдущих обсуждения, предложенный автором подход к систематизации постторговой инфраструктуры представляет научный интерес. Представленная систематизация основана на функциональном признаке.

Особенность представленного текста 1 главы – обилие терминов, используемых в зарубежной узкопрофессиональной литературе, интерпретируемых и переведенных автором самостоятельно. Следствием этого стало не всегда корректное употребление общепринятых в российской экономической литературе оборотов и дефиниций, что требует детальных комментариев и дополнительных разъяснений относительно уместности использования упомянутых терминов и наличия/отсутствия их аналогов в российской практике.

Вторая глава «Модели организации постторговой инфраструктуры финансового рынка» содержит 6 параграфов и изложена на 54 страницах. Научный интерес представляет проведенный автором анализ выделенных моделей организации постторговой деятельности. Базой для анализа стали данные о деятельности бирж, депозитарных и клиринговых институтов, представленные 105-ю суверенными государствами-членами ООН, гражданско-правовые отношения в которых сформированы в соответствии с различными моделями права. С целью выявления трендов, формирующихся в процессе формирования постторговой инфраструктуры финансового рынка, автором выделены факторы, которые, по его мнению, оказывают наиболее существенное влияние на формирование моделей организации постторговой инфраструктуры финансового рынка. Такими факторами стали уровень экономического развития стран, преимущественный формат деятельности финансовых посредников (банки/небанковские финансовые институты), доминирующая модель применяемого в стране права (прецедентное/кодифицированное). В процессе анализа автором сознательно не учитывались масштабы экономик исследуемых юрисдикций и степень их интеграции: введение упомянутых факторов приводит к заведомо известному результату – капитализация фондового рынка США составляет более 42% мировой капитализации, кратно превышая ближайших конкурентов – рынки ЕС (11,1%) и Китая (10,6%)¹. Занятая автором позиция не бесспорна, но в условиях нарастания тренда на фрагментацию мировой экономики правомерна и представляет научный интерес.

Третья глава представленной рукописи – «Совершенствование постторговой инфраструктуры финансового рынка Российской Федерации», 5 параграфов, 54 страницы – представляет наибольший практический интерес, так как посвящена процессам, развивающимся на российском финансовом рынке в уникальных условиях его изолированности от основных глобальных торговых площадок и инфраструктурных институтов.

В этой связи к несомненным достоинствам работы стоит отнести попытку автора предложить решение проблемы нормализации трансграничных расчетов и повышения эффективности клиринговой деятельности, а также исследование

¹ Данные по результатам II квартала 2023 года. Источник - <https://smart-lab.ru/blog/945221.php>

возможностей использования существующих инфраструктурных институтов в работе с цифровыми финансовыми активами и цифровой валютой.

Особую актуальность и практическую ценность представляют исследования автора, связанные с ускорением процессов дезинтермедиации на финансовом рынке, основанием и стимулом для которых стало расширение практики использования всех видов цифровых финансовых активов и распределенных реестров.

Интересными являются и выводы, касающиеся повышения эффективности использования клирингового обеспечения участниками клиринга и снижения кредитного риска, а также усиления конкуренции между действующими на рынке центральными контрагентами путем обеспечения функциональной совместимости между клиринговыми организациями.

По сравнению с ранее представленными вариантами работа стала более сбалансированной, изложение материала более строгим. Автором учтены предыдущие замечания относительно стиля работы: исключено большинство фрагментов описательного характера; изменены термины, характерные для профессионального сленга; устранены недостатки, связанные с особенностями перевода текстов иностранных авторов без соответствующей предварительной «адаптации»/определения корректности их применения в соответствии с традициями и практикой российского делового оборота. Это повысило качество работы за счет более лапидарного стиля изложения.

4. Наличие новизны в работе и ее раскрытие в работе.

Элементы научной новизны работы:

- систематизированы по функциональному критерию элементы, составляющие постторговую инфраструктуру финансового рынка: выделены клиринговая инфраструктура, расчётная инфраструктура, учётная инфраструктура и репозитарная инфраструктура;
- классифицирована в зависимости от среды исполнения сделки постторговая инфраструктура финансового рынка: выделены традиционная инфраструктура, *DLT*-инфраструктура и гибридная инфраструктура;
- разработана периодизация истории развития постторговой инфраструктуры финансового рынка, определяемая степенью централизации клиринговой, расчётной, учётной и репозитарной деятельности;
- разработана таксономия моделей организации постторговой инфраструктуры финансового рынка;
- выявлены тенденции развития постторговой инфраструктуры современных финансовых рынков;
- предложены способы повышения эффективности деятельности центральных контрагентов, действующих на рынке ценных бумаг Российской Федерации;
- предложены способы осуществления расчётов по цифровым финансовым активам на финансовом рынке Российской Федерации, позволяющие минимизировать кредитный риск и риск ликвидности расчётного актива;
- предложены способы гармонизации трансграничных расчётов по ценным бумагам на финансовых рынках стран, входящих в Ассоциацию центральных депозитариев Евразии.

5. Значимость полученных в работе результатов.

Теоретическая значимость исследования заключается в проведенном автором анализе эволюции постторговой деятельности и моделей организации постторговой инфраструктуры в контексте встраивания их в цепочку создания стоимости по мере развития и совершенствования категории «финансовый капитал».

Практическая значимость исследования состоит в предложении по совершенствованию имеющейся в Российской Федерации инфраструктуры финансового рынка, а также трансграничной расчётной инфраструктуры.

6. Общий вывод

Представленное исследование является результатом глубокого анализа по заявленной теме как в теоретической, так и в практической части. Тема исследования раскрыта, цель достигнута, все поставленные задачи решены в полном объеме.

Считаю, что диссертация Апостолова Александра на тему «Современные модели организации постторговой инфраструктуры финансового рынка» соответствует требованиям «Положения о присуждении в Финансовом университете ученой степени кандидата наук, ученой степени доктора наук», утверждённого приказом Финансового университета от 30.08.2019 № 1714/о, предъявляемым к диссертациям на соискание учёной степени кандидата наук, и может быть рекомендована к защите в диссертационном совете Финансового университета.

Научный руководитель,
доцент Кафедры финансовых рынков
и финансового инжиниринга
Финансового факультета
федерального государственного
образовательного бюджетного учреждения
высшего образования
«Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»
к.э.н. (5.2.4.)

Анненская Наталья Евгеньевна

05.09.2024

125167, Москва, Ленинградский проспект, д.49/2,
телефон: +7(910)472-36-69
e-mail:nannenskaya@fa.ru

