

В диссертационный совет Д 505.001.116
федерального государственного
бюджетного образовательного учреждения
высшего образования «Финансовый
университет при Правительстве
Российской Федерации»
Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2

ОТЗЫВ

на автореферат диссертации
Антюхова Антона Юрьевича
на тему: «Биржевой спред как индикатор неопределенности
и информационной асимметрии на рынке акций»,
представленной на соискание ученой степени кандидата экономических наук по
специальности 5.2.4. Финансы

Вопросы качества ликвидности и информационной прозрачности организованных торгов относятся к сфере непосредственной ответственности организатора торговли. Показатели, характеризующие состояние книги лимитных заявок, используются биржами при формировании маркетмейкерских программ, при анализе микроструктуры текущего рынка и мониторинга аномалий, при настройке риск-параметров и при оценке качества торгового процесса. Однако единого признанного измерителя уровня рыночной неопределённости на сегодняшний день не сложилось. Некоторые участники рынка используют показатель «спред на объем», но и он имеет ряд недостатков. Рецензируемая работа предлагает решение этой задачи и потому представляет прямой практический интерес для организаторов торгов.

Положительной оценки заслуживает содержание положений № 1 и № 2, выносимых на защиту. Автор аргументированно показывает, что в условиях, когда источником ликвидности выступает неограниченный круг ордермейкеров, разница между лучшими

заявками на покупку и продажу не отражает распределения ликвидности по книге заявок и легко деформируется заявками малой лотности. Это наблюдение соответствует практике организации торгов: устойчивость лучшей котировки в высоколиквидных инструментах существенно ниже, чем принято полагать при использовании бид-аск спреда в аналитических целях.

Методически удачным представляется решение, положенное в основу положения № 3: расчёт средневзвешенной цены исполнения по объёму, статистически определённом на основании исторических наблюдений, с учётом внутридневной неоднородности торговой активности. Учёт часовых различий интенсивности торгов существенно повышает сопоставимость значений показателя внутри торгового дня, что для практики организатора торговли принципиально.

Заслуживает внимания и положение № 4, устанавливающее последовательность возникновения аномалий: расширение приведённого спреда, затем аномальный объём, затем аномальное изменение цены. Эта последовательность согласуется с механикой торгового процесса, в котором первичной сущностью является заявка, а сделка и изменение цены производны от неё. В этом смысле величина ценового спреда действительно является опережающим индикатором последующих аномалий в изменениях цены и объемов.

В качестве дискуссионного момента следует отметить полноту наблюдаемой картины ликвидности. Расчёт опирается на состояние книги лимитных заявок основной торговой сессии, тогда как часть ликвидности в неё не попадает: айсберг-заявки отражаются в стакане только видимой частью, значительные объёмы проходят через режимы переговорных сделок и аукционы, а по ряду инструментов заметная доля оборота формируется вне организованных торгов. Как следствие, приведённый спред может систематически завышать оценку уровня неопределённости по инструментам с высокой долей скрытой и внесистемной ликвидности и занижать различия между ними. Организатор торгов располагает данными, позволяющими оценить величину этого смещения, и такая оценка представляется необходимым условием применения показателя в качестве публичного индикатора.

Еще одно дискуссионное соображение связано со статусом предлагаемого показателя. Индикатор, рассчитываемый по книге заявок и публикуемый широкому кругу участников, приобретает свойства финансового индикатора со всеми вытекающими

требованиями к прозрачности методики, воспроизводимости расчёта и устойчивости к воздействию. Существенно, что базой расчёта служат заявки, а не сделки: подача и последующее снятие заявки не влекут для участника издержек, что делает такой показатель принципиально более уязвимым к целенаправленному воздействию, чем индикаторы, рассчитываемые по совершённым сделкам. При этом сам автор указывает на деформацию спреда заявками, не отражающими намерения участников, как на исходную предпосылку исследования. Хотелось бы услышать позицию соискателя о процедурах контроля целостности расчёта — в частности, о применимости к нему тех же критериев, по которым организатор торгов оценивает добросовестность подачи заявок, а также влияние на достоверность значений индикатора при применении участниками рынка практик манипулирования «spoofing», «layering» и др.

Отмеченные соображения носят характер вопросов к практической реализации предложенного подхода и не влияют на общую положительную оценку исследования, а предложенные автором решения имеют высокую практическую ценность как для организаторов торговли, так и для регулирующих органов

Диссертационное исследование А.Ю. Антюхова отвечает критериям новизны и практической значимости, работа содержит научно обоснованные решения. Антюхов Антон Юрьевич достоин присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. «Финансы (экономические науки)».

Член правления – управляющий директор
АО «Санкт-Петербургская Валютная
Биржа», кандидат экономических наук

Дата 31.07.2026

Контактные данные:

Адрес: 199178, Санкт-Петербург, Линия
3-я В.О., д. 62 литера А, помещ. 39-Н,

Электронная почта: TitovSYu@spvb.ru



Титов Сергей Юрьевич