

В диссертационный совет Д 505.001.116
при Федеральном государственном
бюджетном образовательном учреждении
высшего образования «Финансовый
университет при Правительстве Российской
Федерации»
125167, г. Москва, Ленинградский проспект,
д. 51, корп. 1

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

Классические модели измерения рыночной неопределенности через бид-аск спред (Глостен, Изли и О'Хара, Сандас) построены на дилерской модели рынка, где источником котировок выступает ограниченный круг маркетмейкеров, расширенные спреды которых напрямую отражают риск неблагоприятного отбора. В современной ордерной модели цена формируется децентрализованно множеством участников. Как справедливо показывает автор, разница между лучшими котировками покупки и продажи может искажаться заявками малой лотности, не отражающими действительных намерений большинства участников торгов. В работе предлагается модифицировать методику расчета бид-аск спреда. Вместо разницы между двумя лучшими котировками предлагается брать разницу между двумя средневзвешенными ценами. Для каждой цены берется несколько лотов подряд, в пределах объема, который статистически определен как исторически типичный («нормальный») для данной бумаги и данного часа торгов. Цены этих лотов усредняются путем взвешивания по их объему. Такой «приведенный спред» отражает уровень информационной асимметрии между участниками торгов без искажающего влияния непоказательных мелких заявок в условиях децентрализованной ордерной модели рынка.

Полнота реализации этого замысла заслуживает положительной оценки. В работе представлена добротная эмпирическая база исследования в виде поминутных состояний биржевого стакана по всем акциям индекса IMOEX за полугодие (июль–декабрь 2025 г.), сопоставленные с массивом из 50 тысяч новостных заголовков, классифицированных по типу новостной информации. Для кандидатской диссертации это солидный объем данных, обеспечивающий содержательную проверку предложенной методики.

Дана формула расчета приведенного спреда, показано, что приведенный спред выступает опережающим, а не запаздывающим индикатором. Аномалиям объема и цены в большинстве случаев (39–83%) предшествовала аномалия спреда, тогда как обратная связь выражена значительно слабее: аномалия спреда сопровождается последующей аномалией объема лишь в 19-47% случаев, а аномалией цены - в 311% случаев. Наконец, разработан индекс рыночной неопределенности на базе IMOEX, позволяющий измерять общерыночный уровень неопределенности и асимметрии, а не только их проявление в отдельно взятом инструменте.

Можно отметить также содержательный характер апробации результатов работы. Методика расчета приведенного спреда уже применяется в практической деятельности Департамента развития информационно-торгового терминала ПАО «Московская Биржа».

Вместе с тем два момента представляются дискуссионными и заслуживают обсуждения на защите.

Во-первых, обширный список литературы (147 наименований) не включает группу показателей, которые решают в мировой практике примерно ту же задачу, что и «приведенный спред» автора. Это - эффективный спред (разница между ценой, по которой реально была исполнена сделка, и серединой между лучшими котировками), XLM показатель электронной торговой системы Xetra, который считает, во сколько обойдется исполнение сделки заданного объема, взвешивая цены по нескольким уровням стакана, пока не наберется нужный объем. Хотелось бы услышать позицию автора об отличии предложенного показателя от этой группы уже существующих мер.

Во-вторых, вызывает вопрос методика агрегации индекса рыночной неопределенности: суммируются исходные (непреобразованные) значения приведенного спреда отдельных акций, взвешенные их долями в индексе IMOEX. Поскольку «нормальные» уровни приведенного спреда существенно различаются между эмитентами (например, между наиболее и наименее ликвидными бумагами), подобная агрегация может приводить к тому,

что динамика индекса будет отчасти определяться структурой весов и различиями в ликвидности акций, а не только текущим уровнем рыночной неопределенности. Сам автор показывает, что моды приведенного спреда существенно различаются между эмитентами (от 0,04% у Сбера до 0,69% у Юнипро) и на этом основании корректно проводит категоризацию значений спреда каждой акции относительно ее собственной моды. Целесообразно уточнить, рассматривался ли вариант агрегации на основе нормализованных (например, по z-оценке) отклонений спреда от моды каждой акции, тем более что аппарат z-оценок уже используется автором для выявления категорий спреда и для определения аномалий при сопоставлении с новостным потоком.

Высказанные замечания носят дискуссионный характер и не снижают общей положительной оценки работы. Автореферат полно и адекватно отражает содержание диссертации. Работа соответствует критериям, установленным для диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук (актуальность, научная новизна, теоретическая и практическая значимость, достоверность результатов), и области исследования, заявленной в паспорте специальности 5.2.4 Финансы (пункты 1 и 24). Антюхов Антон Юрьевич достоин присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. «Финансы (экономические науки)».

Старший научный сотрудник сектора

теории финансовых рынков

Национального исследовательского

института мировой экономики и

международных отношений имени Е.М.

Примакова РАН, кандидат экономических

наук (08.00.10)

Дата 31.07.2026

Контактные данные:

Адрес: 117418, Россия, Москва, улица

Профсоюзная, д. 23

Электронная почта:

Ttanya2001@gmail.com

Жукова Татьяна Васильевна

