

ОТЗЫВ

на диссертационное исследование Апостолова Александра
члена диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.116
по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук,
соискание ученой степени доктора наук
Евлаховой Юлии Сергеевны

Апостолов Александр представил диссертацию на тему: «Современные модели организации постторговой инфраструктуры финансового рынка» на соискание учёной степени кандидата экономических наук к публичному рассмотрению и защите по научной специальности 5.2.4. – Финансы (экономические науки).

Содержание диссертации полностью соответствует паспорту научной специальности 5.2.4. Финансы, в части пункта 24 «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков».

Полагаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Работа написана на актуальную тему, имеющую как теоретическое, так и практическое значение.

Цель исследования Апостолова А. заключается в выявлении тенденций развития постторговой инфраструктуры современных финансовых рынков и разработке на их основе рекомендаций по совершенствованию модели организации постторговой инфраструктуры финансового рынка Российской Федерации, а также модели организации трансграничной постторговой инфраструктуры финансовых рынков стран, входящих в Ассоциацию центральных депозитариев Евразии.

В первой главе проведен обзор представлений международных организаций (G30, 1988; ISSA, 2000; BIS&IOSCO, 2001; 2012; 2022; BIS, 2019) и теоретических подходов к составу и систематизации постторговой инфраструктуры финансового рынка, на основе которых с учетом стадий жизненного цикла финансового продукта представлена авторская

систематизация постторговой инфраструктуры финансового рынка (с. 15-36), охарактеризованы клиринговая деятельность, современные методы расчетов по традиционным и токенизированным активам, продемонстрировано развитие концепции «поставка против платежа» в условиях становления рынка цифровых активов, раскрыта сущность депозитарной деятельности и основы учета прав на ценные бумаги (с.37-57), рассмотрена эволюция постторговой инфраструктуры финансового рынка и предложена ее периодизация, критерием которой является степень централизации клиринговой, расчетной, учетной и репозитарной деятельности (с.58-70). В главе содержится обстоятельный анализ современной литературы, связанной с темой исследования.

Во второй главе представлены результаты эмпирического анализа: описана таксономия моделей организации каждого элемента постторговой инфраструктуры финансового рынка и факторы институциональной среды: тип экономики, тип финансовой системы, тип правовой системы. Затем путем логлинейного анализа многомерных таблиц сопряженности и иных методов установлены взаимосвязи между ними (с.72-78). Информационная база исследования состояла из данных о постторговой инфраструктуре финансового рынка в 105 странах мира, включая Россию. Расчетным путем установлены виды моделей интеграции цепочки стоимости, распространенные на развитых и развивающихся рынках, в странах с банко-ориентированным и рыночно-ориентированным типом финансовой системы (с. 79-88). В результате анализа организации клиринговой деятельности выявлено, что модель монопольного клиринга распространена преимущественно в развивающихся странах, доли стран с моделью нескоординированного клиринга при развитой и развивающейся экономике приблизительно одинаковые (с. 89-98). Проанализированы модели организации расчетной деятельности в странах с разным типом экономики (с. 99-109). Анализ распространенности моделей организации деятельности центрального депозитария показал, что тип финансовой системы и тип системы права не являются факторами, определяющими их формирование (с. 110-116). По данным эмпирических расчетов получено, что доли стран, в

которых центральный депозитарий является единственным регистратором или обновляет реестр вместе с участниками, при развитой и развивающейся экономике приблизительно одинаковые. Модель, при которой центральный депозитарий не обновляет реестр, представлена по большей мере в развитых экономиках, в то время как модель, при которой центральный депозитарий является титульным регистратором, – в развивающихся (с. 117-123). По совокупным результатам анализа составлена матрица факторов институциональной среды, оказывающих влияние на модели организации постторговой инфраструктуры финансового рынка (с. 125, таблица 34).

В третьей главе выявлены тенденции развития постторговой инфраструктуры финансового рынка, представлена авторская экономическая интерпретация тенденций (с.127-131), охарактеризована современная постторговая инфраструктура финансового рынка России в целом и в привязке к типам моделей организации каждого элемента постторговой инфраструктуры финансового рынка, выделенным в предыдущих главах (с.132-136). Автором поднята проблема обеспечения функциональной совместимости между центральными контрагентами, действующими на отечественном рынке ценных бумаг, и предложен оригинальный инструментарий обеспечения такой совместимости, обоснована перспективность модели скоординированной клиринговой деятельности на фондовом рынке России, но при этом показана ее труднореализуемость в краткосрочной перспективе (с. 137-144). В этой главе также рассмотрена торговая и постторговая инфраструктура рынка цифровых финансовых активов России, показана целесообразность организации расчётов по цифровым финансовым активам с помощью цифрового рубля (с.145-154). Описан процесс осуществления международных расчетов по ценным бумагам, обоснована целесообразность гармонизации трансграничных расчётов по ценным бумагам на финансовых рынках стран, входящих в Ассоциацию центральных депозитариев Евразии, обобщены и систематизированы потенциальные способы осуществления такой гармонизации (с. 155-180, таблица 38).

Исследование Апостолова А., с нашей точки зрения, обладает научной новизной, заключающейся в теоретическом моделировании постторговой инфраструктуры финансового рынка, разработке и осуществлении алгоритма ее анализа и на этой основе формировании предложений по совершенствованию постторговой инфраструктуры финансового рынка России и Евразии.

Соискателем учёной степени Апостоловым А. введены в научный оборот следующие новые научные результаты:

теоретические:

во-первых, развит теоретический подход к моделированию постторговой инфраструктуры финансового рынка за счет введения авторской систематизации постторговой инфраструктуры финансового рынка (по функциональному критерию, в зависимости от среды исполнения сделки), периодизации процесса эволюции постторговой инфраструктуры финансового рынка, критерием которой является степень централизации клиринговой, расчётной, учётной и репозитарной деятельности, и разработки таксономии моделей организации составных элементов постторговой инфраструктуры финансового рынка;

методические:

во-вторых, разработан и осуществлен алгоритм анализа моделей организации составных элементов постторговой инфраструктуры финансового рынка с учетом потенциального влияния на формирование моделей трех факторов институциональной среды: тип экономики, тип финансовой системы, тип правовой системы;

практические:

в-третьих, составлена матрица факторов институциональной среды, оказывающих влияние на модели организации постторговой инфраструктуры финансового рынка;

в-четвертых, выявлены закономерности организации составных элементов постторговой инфраструктуры финансового рынка в развитых и развивающихся экономиках;

в-пятых, обнаружены противоречия в организации современной постторговой инфраструктуры финансового рынка России, состоящие в том, что: 1) действующая модель интеграции цепочки ценности свойственна для рыночной финансовой системы, тогда как в стране действует банк-ориентированная система; 2) сложившиеся на финансовом рынке Российской Федерации модели организации деятельности центрального депозитария и реестродержателя свойственны для развитых экономик;

в-шестых, разработаны предложения по совершенствованию постторговой инфраструктуры финансового рынка России и Евразии.

Практическая значимость работы заключается в том, что предложения автора по обеспечению функциональной совместимости между центральными контрагентами, действующими на отечественном рынке ценных бумаг, а также касающиеся гармонизации трансграничных расчётов по ценным бумагам на финансовых рынках стран, входящих в Ассоциацию центральных депозитариев Евразии, могут быть использованы мегарегулятором российского финансового рынка при принятии стратегических решений по его развитию.

Несмотря на достаточно высокую степень проработанности рассматриваемых вопросов, необходимо отметить и ряд положений, которые требуют дополнительной аргументации:

1. Из текста диссертационной работы осталось не вполне понятным, что автор понимает под «моделью организации постторговой инфраструктуры финансового рынка», каково теоретическое содержание этого понятия?

2. Автор указывает, что в параграфе 3.1 выявлены тенденции развития постторговой инфраструктуры. Не вполне согласна с автором, что 3.1 посвящен тенденциям. Под тенденциями понимается «направление в движении или развитии чего-либо», скорее в 3.1 сформулированы особенности организации постторговой инфраструктуры финансового рынка в странах мира.

3. На с.134 автор указывает, что «Примечательно, что, в соответствии с результатами эмпирического исследования, сложившаяся на финансовом рынке Российской Федерации модель интеграции цепочки

ценности свойственна для рыночной (небанковской) финансовой системы». Интересно мнение автора о том, какие последствия имеет функционирование в банкоориентированной финансовой системе РФ цепочки ценности свойственной для рыночной (небанковской) финансовой системы?

Дискуссионные моменты, которые имеются в рукописи, ни в коей мере не снижают общей положительной оценки работы Апостолова А. как научно-квалификационной.

Исходя из изложенного, полагаю, что представленная к защите диссертация:

1) соответствует заявленной научной специальности и может быть допущена к защите;

2) соответствует установленным критериям и требованиям.

Соискатель Апостолов Александр заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук.

Доктор экономических наук, профессор

Евлахова Юлия Сергеевна

«15» октября 2024 г.



ИИ
оситета
Сухова
24 г.

