

## ОТЗЫВ

на диссертацию 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,  
доктора экономических наук, доцента  
Криничанского Константина Владимировича

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

Содержание диссертации соответствует паспорту научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки) в части п. 24. «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков».

Считаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Отмечаю, что соискатель учёной степени Апостолов Александр предложил значимое для науки и практики решение актуальной научной задачи, имеющей важное социально-экономическое значение — объяснение регулярностей развития постторговой инфраструктуры современных финансовых рынков в разрезе стран, что позволило соискателю предложить рекомендации по совершенствованию модели организации постторговой инфраструктуры финансового рынка в Российской Федерации, а также модели организации трансграничной постторговой инфраструктуры финансовых рынков стран, входящих в Ассоциацию центральных депозитариев Евразии.

Соискателем учёной степени Апостоловым Александром получены новые научные результаты. Среди них *теоретические*:

- уточнение понятийно-терминологического аппарата, характеризующего институциональные и функциональные составляющие постторговой деятельности;
- характеристика эволюции развития постторговой деятельности с контекстом на отслеживание степени централизации клиринговой, расчетной, учетной и репозитарной деятельности;
- разработка таксономии моделей организации постторговой инфраструктуры финансового рынка;
- выявление регулярностей развития постторговой инфраструктуры в кросс-секции финансовых рынков стран и союзов.

К *практическим* результатам следует отнести рекомендации по совершенствованию постторговой инфраструктуры финансового рынка Российской Федерации и трансграничной постторговой инфраструктуры финансовых рынков стран, входящих в Ассоциацию центральных депозитариев Евразии.

Изложенные соискателем предложения могут способствовать повышению эффективности деятельности центральных контрагентов, действующих на рынке ценных бумаг Российской Федерации; минимизации кредитного риска и риска ликвидности при осуществлении расчетов по цифровым финансовым активам; гармонизировать трансграничные операции с ценными бумагами на рынках стран, входящих в Ассоциацию центральных депозитариев Евразии.

Диссертация Апостолова А. «Современные модели организации постторговой инфраструктуры финансового рынка» обладает внутренним единством и представляет собой комплексное, глубоко структурированное исследование. Автор последовательно на протяжении трёх глав развивает научную концепцию, состоящую в прослеживании закономерностей формирования институтов постторговой инфраструктуры фондового рынка, связывая эти закономерности с вытекающими из уровня экономического развития стран свойствами международной интеграции валютного рынка, наличия унифицированной системы права, гомогенности деловых практик, а также со складывающимся типом финансирования экономики, проявляющим предпочтение к банковским каналам или каналам рынка капитала. Каждая из глав диссертации заканчивается выводами и практическими рекомендациями.

Обоснованность положений и выводов диссертации «Современные модели организации постторговой инфраструктуры финансового рынка» подтверждена следующими аргументами:

– исследование базируется на трудах зарубежных и российских ученых, специалистов отрасли, центральных банков (Банк России, ЕЦБ, Банк Японии и пр.) международных организаций (IOSCO, Банк международных расчетов, Азиатский банк развития и пр.), исследующих проблемы, связанные с эффективностью организации постторговой инфраструктуры финансового рынка, что позволяет реализовать принцип преемственности в развитии и приращении научного знания;

– результаты диссертации, научные положения, выводы и рекомендации обладают достаточной достоверностью, что подтверждается использованием надежных информационных источников, проведением анализа с использованием адекватно подобранного статистического аппарата, согласованностью полученных результатов эмпирического анализа с теоретическими предпосылками и положениями; отмечу скрупулезное внимание автора к формированию базы эмпирических данных для последующего анализа, что, например, отражено в комментарии автора на стр. 75: «При повышенном риске ошибочной интерпретации имеющейся в открытом доступе информации категория переменным не присваивалась. ...база данных содержит по некоторым зависимым и независимым переменным пропущенные значения. Количество невалидных значений по каждой переменной в отдельности не превышает... 5%»;

– база данных «Классификации моделей организации постторговой инфраструктуры финансового рынка в 105 странах мира» внесена в Реестр баз данных Федеральной службы по интеллектуальной собственности (Свидетельство о государственной регистрации № 2023624787 от 20.12.2023);

– результаты исследования апробированы на Всероссийской научно-практической конференции с международным участием «Актуальные направления

научных исследований: перспективы развития» (г. Чебоксары, Центр научного сотрудничества «Интерактив плюс», 25 января 2023 г.); Всероссийской научно-практической конференции «Актуальные направления научных исследований: перспективы развития» (г. Чебоксары, Центр научного сотрудничества «Интерактив плюс», 14 марта 2024 г.); Конференции, посвященной 105-летию Финансового университета, «Научные школы Финансового университета: становление и развитие» (Москва, Финансовый университет, 28 марта 2024 г.).

Результаты диссертации Апостолова А. используются в практической деятельности ООО «Центр статистического анализа», в частности применяются результаты эмпирического анализа и их экономическая интерпретация при оказании консалтинговых услуг для компаний в финансовой отрасли. Материалы исследования используются Кафедрой финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Современные финансовые рынки» для направления подготовки магистратуры 38.04.01 «Экономика» профиля «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг».

Диссертация содержит сведения о личном вкладе Апостолова А. в науку, который выразился в выполнении автором диссертации всех этапов процесса исследования: от определения цели и постановки задач исследования до интерпретации эмпирических результатов, формулировке выводов и рекомендаций, подготовке публикаций по выполненной работе.

Соискатель учёной степени Апостолов А. указал, что лично им получены следующие результаты:

- проведена глубокая проработка функционального единства элементов постторговой инфраструктуры финансового рынка, включая клиринговую, расчетную, учетную и репозитарную инфраструктуры;

- предложены классы постторговой инфраструктуры финансового рынка в зависимости от среды исполнения сделки: традиционная, DLT и гибридная инфраструктура;

- предложена логика эволюции развития постторговой инфраструктуры финансового рынка, определяемая степенью централизации клиринговой, расчетной, учетной и репозитарной деятельности;

- разработана таксономия моделей организации постторговой инфраструктуры финансового рынка;

- выявлены регулярности в развитии постторговой инфраструктуры финансовых рынков различных стран и союзов стран;

- предложены способы повышения эффективности деятельности центральных контрагентов, действующих на рынке ценных бумаг Российской Федерации;

- предложены способы гармонизации трансграничных расчетов по ценным бумагам на финансовых рынках стран, входящих в Ассоциацию центральных депозитариев Евразии.

Как отражено в автореферате диссертации Апостолова А., результаты исследования отражены в 8 публикациях общим объемом 7,82 п.л. (весь объем

авторский), в том числе 5 статей авторским объемом 5,32 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

В качестве замечаний можно отметить следующее.

Ряд замечаний относятся к теоретико-методологическим вопросам, затронутым в исследовании:

1) решая задачу определения фундаментальных оснований формирования на уровне национальных рынков определенных моделей постторговой инфраструктуры с присущими им особенностями распределения функций между элементами системы, решениями, касающимися управления рисками и пр., автор несколько произвольно выбирает управляющие факторы, к которым он относит «уровень экономического развития, тип финансовой системы, глубин[у] финансового рынка, степень финансовой интернационализации, траектори[ю] исторического развития рынка, нормативно-правовое регулирование» (с. 4). Данные факторы соискатель объединяет понятием факторов институциональной среды. К сожалению, это объединение никак не обсуждается. Вместе с тем, оно, по меньшей мере спорно (в частности, уровень экономического развития — явно выходящий за пределы институциональной среды фактор);

2) спорными являются предложенные выводы о доминировании определённых моделей организации постторговой инфраструктуры в отдельных странах, даже несмотря на то, что они базируются на некотором количественном анализе (С. 88; 98; 109; 116-117; 123). Видится, что представленные результаты могут поддаваться различным интерпретациям, что делает их предметом обсуждения в контексте специфики локальных рынков и их уникальных условий;

3) автор не всегда удачно использует научную терминологию. В частности, утверждая, что он систематизирует постторговую инфраструктуру финансового рынка (п. 1.1 и др.), на самом деле он систематизирует ее элементы, опираясь в качестве критерия на различия их функций (добавлю, что термин систематизация в научной концепции не применим по отношению к единственному объекту, систематизируют некоторое множество);

4) раздел работы, претендующий на совершенствование понятийно-терминологического аппарата, не всегда содержит отсылки к российскому законодательству (в частности, интерпретация терминов «нотариальная функция» (с. 24), «клиринг» (с. 27-28), «расчеты» (с.30-31), «функция централизованного ведения счетов» (с. 32) только в одном случае содержит такую отсылку);

5) одна из ключевых частей работы – п. 3.1 озаглавлен «Тенденции развития постторговой инфраструктуры». Вместе с тем, знакомство с его содержанием дает представление скорее о закономерностях развития постторговой инфраструктуры в разных юрисдикциях, векторе формирования определенного типа модели. На наш взгляд, термин «тенденции» использован автором не вполне удачно.

Укажем также на недостатки, которые касаются строгости работы с источниками и снабжения исследования требуемыми информационными отсылками:

1) на стр. 6 во введении диссертации автор заявляет, что «В отечественных источниках проблемы, связанные с моделями организации постторговой инфраструктуры финансового рынка, поднимались фрагментарно». При этом на

стр. 6–8 автор приводит обширный список российских авторов, исследовавших проблему развития инфраструктуры фондового рынка. К сожалению, из десятков приведенных имен в списке источников обнаруживается только три. Остальные работы не показаны;

2) также и в ряде мест работы (как пример: «Проблема цифровизации инфраструктуры финансового рынка поднималась иностранными исследователями, к числу которых относятся Х. Аллен, Дж. Хокинс, С. Сато, Ч. Гаа, Ст. Лампкин, Р. Огородник, П. Турлоу, Ян Домовиц» (с. 64)) упоминание авторов не сопровождается ссылками на источники, а в списке литературы таких авторов найти не удается;

3) список литературы в разделе «Нормативные правовые акты» содержит единственный документ – ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте». При этом в ходе изложения совершенно очевидно, что соискатель касается вопросов, охватываемых положениями Гражданского Кодекса Российской Федерации, Федеральных законов «О рынке ценных бумаг», «О центральном депозитарии», «Об организованных торгах», «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте...». Включение этих документов в список литературы и отсылки к ним в ходе изложения могли бы усилить практическую компоненту исследования;


4) важное место в работе автора занимает анализ, полагающийся на группировку стран. Поскольку не указан источник, который группирует страны на имеющие банковскую / рыночную систему, было бы уместно привести списки этих стран в том виде, в каком они заданы или использованы (опираясь на третьи источники) автором;

5) то же замечание относится к группировке стран по критерию системы права (гражданское, общее, смешанное).

Следует отметить, что изложенные замечания не влияют на общую твердую положительную оценку исследования, не снижают теоретико-методологической и практической ценности, которую несет в себе диссертация, в том числе отраженной в положениях научной новизны, и не умаляют оригинальности и других безусловных достоинств представленного исследования.

На основе вышеизложенного полагаю, что представленная к защите диссертация Апостолова Александра «Современные модели организации постторговой инфраструктуры финансового рынка»:

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

  
Криничанский Константин Владимирович  
доктор экономических наук, доцент

29 октября 2024 г.

Ф	ет
В	л.
«	г.

Подпись   
Начальник  
научных кадров

« 19 » 10 2024 г.

