

УДК 336.761.6

DOI: 10.18384/2310-6646-2021-2-18-28

ИНТЕРНАЛИЗАЦИЯ ЛИКВИДНОСТИ КАК ФАКТОР РАЗРУШЕНИЯ БИРЖЕВОГО РЫНКА

Гусев А. А.^{1,2}, Семенкова Е. В.³, Гибадуллин Э. И.¹

¹Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
125993, г. Москва, Ленинградский пр-т., д. 51, Российская Федерация

²Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте
Российской Федерации (РАНХиГС)

119571, г. Москва, Проспект Вернадского, д. 82, Российская Федерация

³Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова

117997, г. Москва, Стремянный пер., д. 36, Российская Федерация

Аннотация

Цель. Исследовать новый механизм работы брокерских компаний с инвесторами – интернализацию ликвидности – и оценить влияние этого процесса на биржевую торговлю, ликвидность и прозрачность биржевого рынка, а также на справедливое ценообразование.

Процедура и методы. Применены методы логического умозаключения, выборки и группировки информации, анализа и обобщения, широко использован эконометрический и статистический аппарат для определения объема изъятия ликвидности с общего рынка России брокерскими компаниями.

Результаты. Представлено авторское видение влияния данного инструмента на состояние биржевого и финансового рынков в целом. Определено, что интернализация ликвидности несёт множество как положительных аспектов – высокая скорость выполнения операции, снижение конечных затрат и анонимность инвесторов, так и отрицательных – у участников рынка нет агрегированных данных по объёму операций на финансовом рынке, нет их регулирования в объёме интернализированного пула ликвидности, нет достоверной информации по основным индикаторам рынка. В рамках данной концепции представлен анализ российского рынка брокерских услуг и сделаны предположения о его развитии в дальнейшем.

Теоретическая и/или практическая значимость. Представлена модель прогноза объёма торгов на валютном рынке и разработаны способы сохранения позитивных черт нового механизма и минимизации негативных последствий его широкого распространения. Сформулирован вывод, что интернализация ликвидности – это уникальный инструмент уменьшения затрат брокерского обслуживания инвестора, новый способ агрегирования ликвидности в одном месте и инструмент, предоставляющий анонимность инвестору, но с другой стороны, это прямое изъятие ликвидности с биржевого рынка, способствующее вне рыночному ценообразованию, повышению криминализации и ослаблению регулятивных правил брокерских услуг по обслуживанию инвесторов. Обоснован вывод, что регулирование интернализации ликвидности должно стать одним из первостепенных вопросов ЦБ РФ и всей инфраструктуры финансового рынка РФ.

Ключевые слова: финансовый рынок, интернализация ликвидности, брокер, биржа, регулирование, справедливое ценообразование, инвесторы

INTERNALIZATION OF LIQUIDITY AS A FACTOR OF DESTRUCTION OF THE STOCK MARKET

A. Gusev^{1,2}, E. Semenkova³, E. Gibadullin¹

¹Financial University under the Government of the Russian Federation

51, Leningradsky prosp., Moscow, 125993, Russian Federation

²The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration

82, Vernadsky prosp., Moscow, 119571, Russian Federation

³Plekhanov Russian University of Economics

36, Stremyanniy per., Moscow, 117997, Russian Federation

Abstract

Aim. To explore a new mechanism for brokerage companies to work with investors – the internalization of liquidity – and to assess the impact of this process on exchange trading, liquidity and transparency of the exchange market, as well as fair pricing.

Methodology. Methods of logical inference, selection and grouping of information, analysis and generalization are used, and econometric and statistical tools are widely used to determine the volume of withdrawal of liquidity from the general market of Russia by brokerage companies.

Results. The authors' vision of the impact of this instrument on the state of the stock market and the financial market as a whole is presented. It is determined that the internalization of liquidity has both many positive aspects, such as high speed of operation execution, reduced final costs and anonymity of investors, and negative ones: market participants do not have aggregated data on the volume of transactions in the financial market, there is no regulation of them in the volume of the internalized liquidity pool, there is no reliable information on the main market indicators. Within the framework of this concept, an analysis of the Russian brokerage market is presented and assumptions are made about its further development.

Research implications. The model of the forecast of trading volume in the foreign exchange market is presented and the ways of preserving the positive features of the new mechanism and minimizing the negative consequences of its widespread distribution are developed. The conclusion is formulated that the internalization of liquidity is a unique tool for reducing the costs of brokerage services to investors, a new way of aggregating liquidity in one place and a tool that provides anonymity to the investor, but on the other hand, it is a direct withdrawal of liquidity from the stock market, contributing to off-market pricing, increasing criminalization and weakening the regulatory rules of brokerage services for servicing investors. The conclusion is justified that the regulation of the internalization of liquidity should become one of the primary issues of the Central Bank of the Russian Federation and the entire infrastructure of the financial market of the Russian Federation.

Keywords: financial market, liquidity internalization, broker, exchange, regulation, fair pricing, investors

Введение

В настоящее время интернализация ликвидности – одна из тех реальных и конкретных проблем отечественного финансового рынка, для которых нет однозначных решений и которые ставят специалистов в тупик. Как к ней относиться?

Актуальность исследования интернализации ликвидности обусловлена не только тем, что необходимы практические рекомендации, но и тем, что изучение данной проблемы имеет пока ещё не проработанный теоретический аспект. Развитие интернализации ликвидности началось с первых лет XXI в. в США и только сейчас начинается в России, поэтому тематика данного исследования не является проработанной

как с позиции дефиниций, так и с точки зрения оценки влияния на финансовый рынок. Отсутствие базовых исследований в этом вопросе приводит к тому, что и сами участники рынка ценных бумаг, инвесторы и даже регулятор не имеют однозначной позиции относительно данного инструмента. Учитывая, что любое исследование в этой области уникально, в статье будет предпринята попытка охарактеризовать этот процесс на отечественном финансовом рынке. При этом важно оценить объёмы интернализации ликвидности, определить, какие объёмы ликвидности изымаются с российского финансового рынка уже сейчас и что можно сделать, чтобы нивелировать отрицательные стороны данного явления как инструмента перераспределения ликвидности между регулируемым рынком, на котором торговля регламентируется установленными регуляторами правилами, и внутрисистемными сделками.

Под интернализацией ликвидности понимается объём денежных средств, обслуживающих процесс заключения и исполнения сделок, минуя организованные биржевые и внебиржевые торги, на которых устанавливаются рыночные котировки. Таким образом, процесс интернализации ликвидности:

- сокращает объём сделок на регулируемом рынке;
- позволяет клиентам заключать сделки на внерыночных условиях, нарушая механизмы справедливого ценообразования;
- позволяет повысить для клиента скорость выполнения операции с финансовым активом;
- обеспечивает снижение конечных затрат по проведению сделок;
- позволяет сохранить анонимность инвесторов;
- снижает прозрачность финансового рынка.

Анализ этих качественных характеристик интернализации ликвидности позволяет предположить, что она приводит к появлению рыночных аномалий на финансовом рынке, разрушая механизмы его регулирования, справедливого ценообразования и обеспечения прозрачности осуществляемых на рынке сделок, т. е. выступает системным фактором, разрушающим биржевой рынок.

Однако для доказательства этого предположения необходимо, в первую очередь, проанализировать те глубинные изменения, которые происходят с рынком брокерского обслуживания России. Рынок брокерских услуг РФ в последнее время если и не переживает революции, то по крайней мере проходит период трансформации под влиянием двух активных тенденций – резкого увеличения клиентской базы и институциональных нововведений мегарегулятора.

Тенденции российского финансового рынка

Рассматривая развитие финансового рынка России как одну из ключевых задач ЦБ РФ, регулятор декларирует создание условий для выполнения отечественным финансовым рынком своей ключевой функции по преобразованию сбережений населения в инвестиции в прозрачном, эффективном и защищённом формате¹.

Для решения этой задачи государственными органами осуществлён ряд нововведений на рынке брокерских услуг:

- 1) введён инструмент Индивидуального Инвестиционного Счёта (далее ИИС);
- 2) приняты изменения в Налоговый кодекс РФ, согласно которым от НДФЛ освобождается доход, полученный при погашении корпоративных облигаций, а также купонный доход в размере, не превышающем ключевой ставки Банка России более чем на 5% пункта;

¹ Банк России, Москва, 2019. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/71220/main_directions.pdf (дата обращения: 03.03.2021).

3) принят закон об освобождении от НДФЛ дохода от курсовой разницы при операциях с государственными еврооблигациями РФ;

4) приняты закон о структурных облигациях и закон о синдицированном кредите (займе);

5) созданы механизм и правовые условия для внедрения удалённой идентификации;

6) увеличен размер предельного ежегодного взноса на ИИС до 1 млн руб.;

7) были выпущены «народные облигации» и представлены новые облигации ОФЗ-н с уменьшением номинала с 30 тыс. руб. до 10 тыс. руб. и уплатой Минфином комиссионных сборов.

Оценивая влияние этих факторов на рынок брокерских услуг в первую очередь по степени влияния, стоит отметить введение такого инструмента, как ИИС. Безусловно, необходимо дальнейшее совершенствование использования данного инструмента. На данном этапе его внедрение стало сильным импульсом к развитию рынка брокерских услуг.

В результате снижения процентных ставок по депозитам (в ряде случаев ниже ключевой ставки), введения налогообложения процентного дохода по вкладам значительно вырос интерес к вложениям в рынок ценных бумаг и финансовые инструменты как у крупных отечественных корпораций, так и у физических лиц – граждан России. Особенно актуален для потенциальных клиентов брокерского обслуживания возрастающий спрос на облигации и облигационные продукты. В целом же в стране имеется значительный потенциал перераспределения накопленного населения из вкладов на фондовый рынок, что простимулирует развитие как брокерского рынка, так и всей экономики РФ [5].

В связи с увеличением аппетита к риску увеличился приток инвестиций на российский рынок и со стороны иностранных инвесторов. Эта тенденция имеет объективную основу. По мнению западных аналитиков, российский фондовый рынок не является явным аутсайдером среди развивающихся рынков. В текущей ситуации борьбы с эпидемией COVID-19 ключевые ставки развитых стран либо очень низкие, либо и вовсе отрицательные, инвестор в поисках более высокой доходности позитивно оценивает инвестиции на российском финансовом рынке. Более того, торговая война между США и Китаем, а также высокий уровень дивидендных выплат отечественных компаний стимулируют спрос на их акции. В унисон с рынком акций развивается и рынок облигаций. Облигационный рынок РФ показывает рост (рис. 1), вызванный повышением спроса на отечественные долговые инструменты со стороны иностранных инвесторов, ориентированных на стоимость [2]. Стимулируют дальнейший рост также и налоговые преференции для держателей облигаций [4].

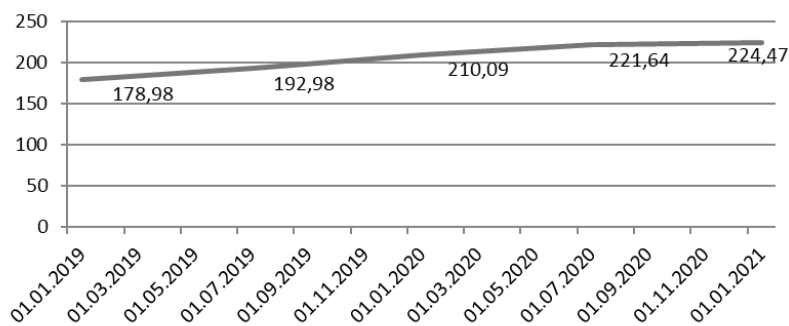


Рис. 1 / Fig. 1. Композитный индекс облигаций RUABITR / Bonds Composite Index RUABITR

Источник: данные Московской Биржи.

Всё это вызвано как общемировыми тенденциями поиска доходности на высоко волатильных рынках развивающихся стран, так и институциональными изменениями в самой отрасли. Ещё одним значимым фактором привлечения частных инвесторов стала государственная политика, направленная на увеличение количества открытых брокерских счетов физических лиц, и она привела к видимым результатам¹. Путём введения индивидуальных инвестиционных счетов двух типов удалось повысить интерес населения к инвестициям в инструменты фондового рынка, что может стимулировать развитие отечественных корпораций за счёт ресурсов, мобилизованных на финансовом рынке. Параллельно повышалась финансовая грамотность населения, однако далеко не в той пропорции, в которой перераспределялись сбережения со вкладов на счета в банки в инвестиции на рынке ценных бумаг. На данный момент видна сильная восходящая тенденция к открытию счетов брокерского обслуживания со стороны физических лиц, вызванная вводом инструмента ИИС (рис. 2).

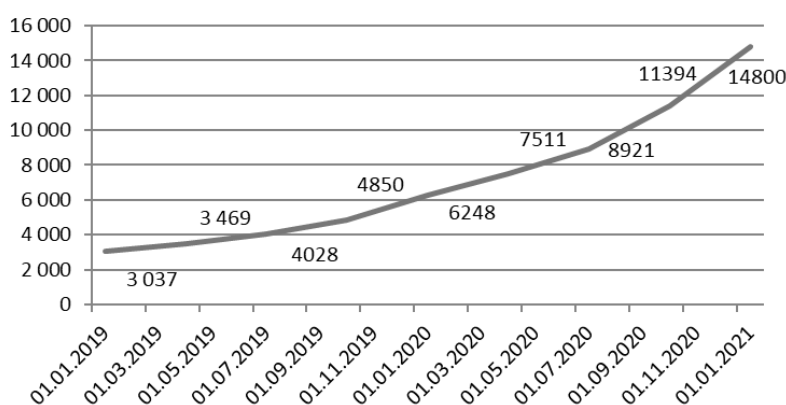


Рис. 2 / Fig. 2. Количество зарегистрированных клиентов в системе торгов, тыс. руб. / The number of registered clients in the trading system, thousand rubles

Источник: данные Московской Биржи.

Коммерческие банки в РФ традиционно лидировали как профессиональные посредники на фондовом рынке, включая в свою деятельность широкий спектр брокерских, дилерских операций управления активами и т. д. Тенденция перераспределения сбережений со вкладов в инвестиции в фондовые инструменты укрепила их позиции в этом сегменте финансового рынка. За последние 2 года в отрасли наблюдается высокая концентрация клиентов топ-5 брокеров (рис. 3). Выход на рынок брокерских услуг Тинькофф банка с агрессивной маркетинговой политикой и одним из самых технологических приложений для мобильной торговли значительно поменял структуру ведущих операторов.

Несомненным лидером по всему спектру предоставляемых услуг в цифровой сфере является Сбербанк. Выход банка на рынок со своим технологическим и удобным приложением для торговли, а также его обширная клиентская база позволили занять лидирующие места на рынке брокерских услуг.

С другой же стороны, значительные изменения в структуре операторов рынка по количеству клиентов не повлияли на лидеров рынка по объёмам клиентских операций. Новой реальностью финансового рынка является то обстоятельство,

¹ Открыто более 1,5 млн счетов.

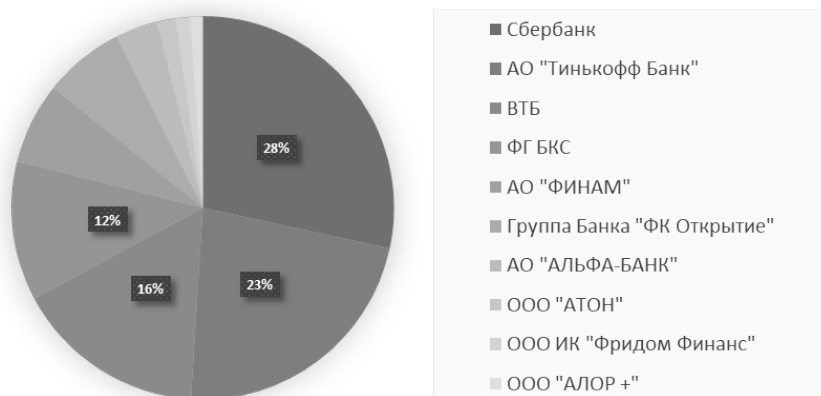


Рис. 3 / Fig. 3. Структура рынка по количеству клиентов / Market structure by number of customers

Источник: данные Московской Биржи.

что главными игроками становятся банки с удобным и комфортным интерфейсом взаимодействия, которые в то же время являются лидерами рынка по количеству открытых счетов. Наличие значительной базы клиентов позволило Сбербанку и Тинькофф банку привнести в отрасль брокерского обслуживания новый инструмент совершения сделок – интернализацию ликвидности. Именно в силу того, что клиентская база банков значительна и заявок на совершение операций с ценными бумагами в системе банка много, банк имеет объективные возможности стать квазибиржей, проводить сделки в обход регулируемых рынков (прежде всего биржевого), позволяя клиентам заключать сделки на внебиржевых условиях [3]. Таким образом, интернализация ликвидности является внутренним инструментом банка, который в корне изменяет технологии, существующие на рынке. С одной стороны, интернализация ликвидности повышает конкурентоспособность самого банка, исключая для его клиентов затратный механизм совершения сделок на бирже и сопутствующие этому риски. С другой стороны, очевидны и разрушительные стороны этого процесса: банк изымает значительный объём ликвидности с организованного рынка, где торговля ведётся по определённым правилам, обеспечивая справедливое ценообразование, а также получает возможности манипулирования.

Влияние интернализации ликвидности на биржевой рынок

Если анализировать интернализацию ликвидности с точки зрения технологии, можно выделить следующие этапы.

1. Формирование заявок на совершение сделок с финансовыми инструментами, валютой – формирование пула ликвидности.
2. Идентификация встречных заявок внутри одного банка, выполняющего функцию брокера.
3. Соединение в торговой системе банка, выполняющего функции брокера, внутренних заявок в обход биржи, не платя ей комиссию.
4. Метчинг – заключение сделок по встречным заявкам.

Процесс заключения сделки между контрагентами, клиентами банка, выполняющего функции брокера, внутри его собственной торговой системы, не выходя на биржу, на первый взгляд, не имеет системных рисков. И клиент, и банк сокращают свои затраты на величину комиссионных бирже, и в конечном счёте уменьшают

ся затраты на брокерское обслуживание для любого инвестора, который пожелает стать клиентом крупного банка. Нетрудно заметить, что данный процесс будет угрозой для честной конкуренции на банковском рынке. Ведь небольшие банки, не имея значительного пула клиентов, заранее проигрывают.

Но основные риски связаны, на наш взгляд, с тем, что интернализация ликвидности создаёт скрытые нерегулируемые и непрозрачные пулы ликвидности, уменьшая общерыночную ликвидность на уже хорошо регулируемых биржевых площадках с прозрачным механизмом ценообразования. Таким образом, ликвидность на рынке фрагментируется, и создаются вне рыночные пулы ликвидности, в которых проходят вне рыночные сделки. И в данном случае основным риском является не потеря комиссионных биржей, а разрушение биржевых механизмов справедливого ценообразования, равных прав для всех участников торгов и обеспечения прозрачности биржевых сделок.

Общая ликвидность рынка в результате интернализации ликвидности, какой бы удельный вес та ни занимала, никак не меняется, но ликвидность рынка делится и кластеризуется, банки изымают ликвидность на свои площадки, и инвесторы покупают и продают активы, но их сделки не влияют на биржевую цену, которая признаётся как рыночная котировка. Движение цены на биржевом рынке не является результатом существующего спроса и предложения, и основная функция биржи – установление справедливой рыночной цены – уходит в прошлое. Более того, если значительная часть ликвидности изымается, ценой на рынке становится легче манипулировать, требуется уже меньший объём сделки, чтобы изменить цену, т. к. сам рынок искусственно сужается. Являясь фактором разрушения биржевого рынка, интернализация ликвидности запускает цепную реакцию: не найдя нужной ликвидности на биржевом рынке, крупный игрок воспользуется имеющимися скрытыми пулами ликвидности и при наличии ресурсов может изъять её со всего рынка. Но цена в покупаемых на вне биржевом рынке пулах уже будет не равновесной рыночной ценой и может существенно отличаться от биржевых цен [1].

Таким образом, интернализация ликвидности – это угроза для деятельности бирж. Почему же биржи не особо пугаются данного процесса?

Объективно свидетельствуя, биржи должны быть однозначно против любого процесса интернализации ликвидности, поскольку он уменьшает их доходы и объёмы соответственно. Однако их субъективные действия свидетельствуют о том, что биржи смирились с наличием скрытых пулов ликвидности, считая, что данные карманы ликвидности всё же ограничены, понятно, что большую часть сделок инвесторы будут проводить на бирже. Влияние процесса интернализации ликвидности можно оценить на основе оценки объёма ликвидности, который теряет организованный рынок за счёт введения нового инструмента. Такая оценка может быть эмпирической базой для решения вопроса о регулировании интернализации ликвидности со стороны государственных органов и в первую очередь ЦБ РФ.

Итак, каковы же объёмы изъятия ликвидности с рынка? Аналитики считают, что в Европе данный показатель составляет порядка 5%, на развитом рынке США этот показатель – около 15%, через год ожидается 20%¹. Для анализа объёмов изъятий волатильности с общего рынка была построена статистическая модель по прогнозу ежемесячного объёма торгов, исходя из статистической зависимости с регрессорами. Т. к. процесс интернализации ликвидности с рынка был начат в 2018 г., основная идея модели заключается в том, что можно построить модель

¹ Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality [Электронный ресурс]. URL: <https://memofin-media.s3.eu-west-3.amazonaws.com/Books/0001/01/cde1978df14b3a39c6c36ddcf640e0a2bcd6ba6cc.pdf> (дата обращения: 03.03.2021).

прогноза объёма торгов в том или ином месяце исходя из исторических данных до 2018 г., получить объём торгов, исходя из этой статистической модели, и сравнить её с фактическими объёмами торгов. Разницу же между фактическими данными и прогнозами с определённой степенью вероятности и можно считать тем объёмом торгов, который изымается с рынка в ходе процесса интернализации.

Для анализа был выбран объём торгов на валютном рынке ввиду того, что именно на нём активнее всего банки проводят встречные заявки клиентов и именно он является одним из самых ликвидных на отечественном рынке. Построенная статистическая модель показала высокую степень объясняющей способности (R квадрат = 76%) и была проверена на статистическую значимость посредством F -теста, где F -статистика составила 58,9, что значительно больше критического значения статистики при 1% уровне значимости в 4,15. Модель состоит из 3 регрессоров (индекс ММВБ, Курс USD/RUB и ежеквартальные темпы роста ВВП) и прогнозирует уровень объёма торгов в каждом месяце. Для анализа была собрана статистика с января 2013 г. по август 2019 г. Для прогноза отобраны ежемесячные данные с января 2013 г. по декабрь 2017 г. Исходя из построенной модели и её проверки, удалось получить формулу, прогнозирующую уровень объёма торгов без изъятий:

$$V_T = 9,95 * IMOEX + 151 * USD/RUB - 108466 * I_{ВВП} - 2117,91$$

$$\text{ошибки: } S_{\bar{a}_1} = 2,58; S_{\bar{a}_2} = 69,81; S_{\bar{a}_3} = 34912; S_{\bar{a}_4} = 3246;$$

$$\bar{\sigma} = 3530; R^2 = 0,75.$$

где:

V_T – ежемесячный объём торгов;

IMOEX – индекс Московской биржи;

USD/RUB – курс ЦБ валютной пары USD–RUB;

$I_{ВВП}$ – ежеквартальные темпы роста ВВП в годовом выражении.

После построения модели были подставлены данные августа 2019 г. и получены прогнозные данные объёма торгов, исходя из модели, – 33 038 млрд руб. Данные сравнили с фактическим объёмом торгов, который составил 27 782 млрд руб., и была выявлена разница в 5 256 млрд руб, что составляет 19% от общего объёма торгов на валютном рынке Московской биржи (табл. 1).

Таблица 1 / Table 1

Результат статистического исследования / The result of a statistical study

| Объём | млрд руб |
|---------------------------------|--------------|
| Торги исходя из данных модели | 33 038 |
| Торги реальные | 27 782 |
| Прогнозный объём изъятий | 5 256 |
| Доля изъятий на рынке | 19% |

Заключение

В ходе исследования выявлено, что на сегодняшний день, объём изъятий объёмов торгов на валютном рынке составляет около 19%, что является значительным объёмом, который генерируется внутри брокерских организаций и не попадает на всеобщий рынок, т. е. рынок недополучает информацию о 19% сделок, заключаемых на валютном рынке.

Сам по себе процесс интернализации является хорошей возможностью уменьшить комиссионные сборы для инвестора, что, в свою очередь, стимулирует развитие брокерского рынка и увеличивает активность инвесторов. Это всё – значительный драйвер роста финансового рынка РФ и экономики в целом. Однако важно разделять стратегических инвесторов и спекулятивные инвестиции, которые не несут долгосрочного финансирования. В любом случае уменьшение стоимости брокерского обслуживания благоприятно повлияет на тех и других. С другой же стороны, данные пулы ликвидности никем не регулируются и не влияют на рынок. Для этого можно предложить ряд институциональных нововведений:

– Государственным органам необходимо реализовать механизм *отслеживания статистики всех участников рынка, создавая общий пул статистики по сделкам на всём рынке*. Статистика будет собираться с биржи и с профессиональных участников рынка ценных бумаг. Данная инициатива поможет оценивать реальную индикативную стоимость на тот или иной актив в реальном времени, учитывая данные всего рынка и основываясь на балансе спроса и предложения.

– *Регистрация всех совершённых сделок внутри брокера и отражение их в отчёте для регулятора* – это поможет регулировать внебиржевой рынок.

– *Регулирование профессиональных участников рынка ценных бумаг*. ЦБ РФ может ставить допустимый ориентир изъятия ликвидности с рынка, который не повлияет на объёмы рынка. Скажем, Банк России ставит общий агрегированный показатель допустимых изъятий на уровне 15–20%, а дальше делит этот объём среди участников брокерского рынка, ограничивая их согласно занимаемому объёму рынка. Это будет также стимулировать брокерские компании на маркетинговые кампании в целях увеличения своей доли рынка, что повысит конкуренцию на рынке.

На данный момент процесс интернализации отнимает порядка 19% всей ликвидности с рынка, однако, исходя из планов развития Сбербанка и ВТБ, а также их укрепляющихся позиций на рынке брокерского обслуживания, можно ожидать порядка 20–30% изъятости ликвидности через 2–3 года.

На развитом рынке США показатель изъятия ликвидности с помощью инструмента интернализации ликвидности сейчас составляет порядка 15%. Поэтому нельзя оставлять без внимания данный процесс наряду с развитием высокочастотного трейдинга и алготрейдинга. Регулятору уже сейчас необходимо пересматривать стандарты регулирования брокерского рынка для мобилизации инвестиций в экономику и сокращения серого рынка.

Таким образом, ситуация с интернализацией ликвидности становится всё более острой. Объёмы, которые изымаются с рынка, с каждым годом растут. Международные регуляторы обеспокоены и вводят ограничения на деятельность брокеров по регулированию данных пулов ликвидности. Регулирование финансового рынка России немного отстаёт от Европейских стран и тем более от США, поэтому регулятору стоит обратить внимание на развивающиеся процессы внутри рынка.

На данный момент сложно решить, как сохранить плюсы интернализации ликвидности и при этом максимально сократить отрицательное влияние данного инструмента на рынок. Когда будет достигнута синергия инструмента с рынком, инвесторы могут получить сильный инструмент регулирования ликвидности на финансовом рынке.

Статья поступила в редакцию 29.01.2021.

ЛИТЕРАТУРА

1. Гусев А. А., Гибадуллин Э. И. Влияние ликвидности финансового рынка на стоимость компаний // Финансовый менеджмент. 2020. № 6. С. 13–23.
2. Гусев А. А. Стоимость бизнеса в системе стратегических управленческих решений. М.: ИНФРА-М, 2018. 169 с.
3. Гусев А. А. Финансовые технологии в цифровой экономике: управление стоимостью компаний: учеб. пособие. М., 2018. 173 с.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Паблишер, 2017. 1316 с.
5. Фундаментальный анализ на рынке ценных бумаг: учеб. / под ред. Е. В. Семенковой. М.: РУСАЙНС, 2017. 274 с.

REFERENCES

1. Gusev A. A., Gibadullin E. I. [Influence of financial market liquidity on the value of companies]. In: *Finansovyi menedzhment* [The financial management], 2020, no. 6, pp. 13–23.
2. Gusev A. A. *Stoimost biznesa v sisteme strategicheskikh upravlencheskikh reshenii* [Business value in the system of strategic management decisions]. Moscow, INFRA-M Publ., 2018. 169 p.
3. Gusev A. A. *Finansovye tekhnologii v tsifrovoi ekonomike: upravlenie stoimost'yu kompanii* [Financial technologies in the digital economy: company value management]. Moscow, 2018. 173 p.
4. Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka: Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov* [Investment Appraisal: Tools and Techniques for Appraising Any Assets]. Moscow, Alpina Publisher Publ., 2017. 1316 p.
5. Semenkov E. V., ed. *Fundamentalnyi analiz na rynke tsennykh bumag*: [Fundamental analysis in the securities market]. Moscow, RUSAINS Publ., 2017. 274 p.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Гусев Андрей Алексеевич – кандидат экономических наук, доцент департамента корпоративных финансов и корпоративного управления Финансового университета при Правительстве РФ, ведущий научный сотрудник Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС);
e-mail: gusevaa@yandex.ru

Семенкова Елена Вадимовна – доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры финансовых рынков Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова;
e-mail: vadimovna1231955@mail.ru

Гибадуллин Эскандер Ильгизарович – приглашённый преподаватель департамента корпоративных финансов и корпоративного управления Финансового университета при Правительстве РФ;
e-mail: 555eskander555@gmail.com

INFORMATION ABOUT THE AUTHORS

Andrey A. Gusev – Cand. Sci. (Economics), Assoc. Prof., Department of Corporate Finance and Corporate Governance, Finance University under the Government of the Russian Federation; leading researcher, Russian Presidential Academy of the National Economy and Public Administration;
e-mail: gusevaa@yandex.ru

Elena V. Semenkova – Cand. Sci. (Economics), Prof., Department of Financial Markets, Plekhanov Russian University of Economics;
e-mail: vadimovna1231955@mail.ru

Eskander I. Gibadullin – visiting lecturer, Department of Corporate Finance and Corporate Governance, Finance University under the Government of the Russian Federation;
e-mail: 555eskander555@gmail.com

ПРАВИЛЬНАЯ ССЫЛКА НА СТАТЬЮ

Гусев А. А., Семенкова Е. В., Гибадуллин Э. И. Интернализация ликвидности как фактор разрушения биржевого рынка // Вестник Московского государственного областного университета. Серия: Экономика. 2021. № 2. С. 18–28.
DOI: 10.18384/2310-6646-2021-2-18-28

FOR CITATION

Gusev A. A., Semenkova E. V., Gibadullin E. I. Internalization of Liquidity as a Factor of Destruction of the Stock Market. In: *Bulletin of Moscow Region State University. Series: Economics*, 2021, no. 2, pp. 18–28.
DOI: 10.18384/2310-6646-2021-2-18-28