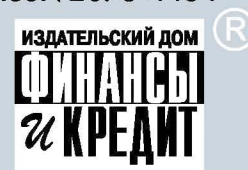


НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И
ИНФОРМАЦИОННО-
АНАЛИТИЧЕСКИЙ СБОРНИК

ISSN 2073-4484



ФИНАНСОВАЯ[®] АНАЛИТИКА

ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

- Исследование показателей ликвидности Московской биржи
- Эрозия покупательной способности пенсионных накоплений
- Экономические факторы перехода к сетевым организационным структурам
- Роль населения в использовании бюджетных средств
- Устойчивость национальной финансовой системы: зарубежный опыт



35 (221) сентябрь 2014

<http://www.fin-izdat.ru> e-mail: post@fin-izdat.ru

ФИНАНСОВАЯ[®] АНАЛИТИКА

ISSN 2311-8768 (Online), ISSN 2073-4484 (Print)

ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

Научно-практический
и информационно-аналитический сборник
Периодичность – 4 раза в месяц

35 (221) – 2014 сентябрь

Подписка во всех отделениях связи:

- индекс 80628 – каталог агентства «Роспечать»
- индекс 44368 – каталог УФС РФ «Пресса России»
- индекс 34158 – каталог российской прессы «Почта России»

Доступ и подписка на электронную версию журнала
www.elibrary.ru, www.dilib.ru

Журнал зарегистрирован в Министерстве Российской Федерации по делам печати, телерадиовещания и средств массовых коммуникаций.

Свидетельство о регистрации ПИ № ФС 77-29584.

Учредитель:

ООО «Информационный центр «Финансы и Кредит»

Издатель:

ООО «Финанспресс»

Главный редактор:

Ю.А. Кузнецов, доктор физико-математических наук, профессор

Зам. главного редактора:

С.Н. Голда, В.И. Попов

Редакционный совет:

Д.В. Баландин, доктор физико-математических наук, профессор

М.В. Грачева, доктор экономических наук, профессор

А.В. Гукова, доктор экономических наук, профессор

Д.А. Ендовицкий, доктор экономических наук, профессор

М.М. Ковалев, доктор экономических наук, доктор физико-математических наук, профессор, заслуженный деятель науки Республики Беларусь

М.А. Котляров, доктор экономических наук, профессор

В.С. Левин, доктор экономических наук, профессор

А.С. Макаров, доктор экономических наук, доцент

Я.С. Матковская, доктор экономических наук, доцент

Э.В. Пешина, доктор экономических наук, профессор

С.В. Ратнер, доктор экономических наук, доцент

Е.А. Федорова, доктор экономических наук, доцент

В.А. Цветков, доктор экономических наук, профессор,

член-корреспондент РАН

И.Н. Щепина, доктор экономических наук, доцент

Н.И. Яшина, доктор экономических наук, профессор

Верстка: М.С. Гранильщикова

Корректор: Т.А. Кондратенко

Редакция журнала:

111401, Москва, а/я 10

Тел.: +7 (495) 989-96-10

Адрес в Internet: <http://www.fin-izdat.ru>

E-mail: post@fin-izdat.ru

© ООО «Информационный центр «Финансы и Кредит»

© ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»

Подписано в печать 03.09.2014. Формат 60х90 1/8.

Цена договорная. Объем 8,5 п.л. Тираж 1 170 экз.

Отпечатано в ООО «КТК», г. Красноармейск Московской обл.

Тел.: +7(496) 588-08-66

Журнал рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций

Сборник реферируется в ВИНТИ РАН. Сборник включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ).

Статьи рецензируются.

СОДЕРЖАНИЕ

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Теплова Т.В., Родина В.А. Слияние РТС и ММВБ: оценка эффективности институциональных и структурных изменений 2

ВОПРОСЫ ЭКОНОМИКИ

Алехин Б.И. Пенсии, инфляция и государственный долг 13

Байбакова Е.Ю. Анализ влияния организационной структуры отрасли на себестоимость наукоемкой продукции 29

БЮДЖЕТНАЯ РЕФОРМА

Истомина Н.А. Участие населения в процессах контроля и определения плановых результатов использования бюджетных средств: необходимость и ограничения 40

ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОЙ СФЕРЫ

Шевченко Л.М. Анализ зарубежного опыта регулирования в области обеспечения устойчивости национальных финансовых систем 48

МАТЕМАТИЧЕСКИЕ МЕТОДЫ АНАЛИЗА

Хазова Д.С. Качественное моделирование развития туризма в Республике Алтай: сравнение однокритериальной и многокритериальной моделей 59

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей.

Перепечатка материалов и использование их в любой форме, в том числе и в электронных СМИ, возможны только с письменного разрешения редакции.

FINANCIAL ANALYTICS

ISSN 2311-8768 (Online), ISSN 2073-4484 (Print)

CONTENTS

SCIENCE AND EXPERIENCE

Information and analytical journal
4 issues per month

35 (221), September, 2014

Subscription available:

Paper-print versions at all Russian Post offices:

– **index 80628** – catalog of agency Rospechat

– **index 44368** – catalog UFPS RF Pressa Rossii

– **index 34158** – catalog of Russian press Pochta Rossii

Access and subscription to electronic version

www.elibrary.ru

Registration certificate ПИ № ФС 77-29584
by the Ministry of Press, Broadcasting
and Mass Communications of the Russian Federation.

Founded by:

Information center Finance and Credit, Ltd.

Published by:

Financepress, Ltd.

Editor-in-chief:

Yurii A. Kuznetsov

Deputy editors:

Sergei N. Golda, Viktor I. Popov

Editorial council:

Dmitrii V. Balandin, *Lobachevsky State Univ., Nizhny Novgorod*

Marina V. Gracheva, *Lomonosov Moscow State Univ., Moscow*

Al'bina V. Gukova, *Business School Volgograd State Univ., Volgograd*

Dmitrii A. Endovitskii, *Voronezh State University, Voronezh*

Mikhail M. Kovalev, *Belarusian State Univ., Minsk, Belarus*

Maksim A. Kotlyarov, *Institute of Economics, Ural Branch of RAS, Yekaterinburg*

Vladimir S. Levin, *Orenburg State Agrarian Univ., Orenburg*

Aleksei S. Makarov, *National Research Univ. – Higher School of Economics, Nizhny Novgorod*

Yana S. Matkovskaya, *Volgograd State Technical Univ., Volgograd*

Evelina V. Peshina, *Ural State Univ. of Economics, Yekaterinburg*

Svetlana V. Ratner, *Trapeznikov Institute of Control Sciences, Moscow*

Elena A. Fedorova, *Financial Univ. under Government of RF, Moscow*

Valerii A. Tsvetkov, *Market Economy Institute, RAS, Moscow*

Irina N. Shchepina, *Voronezh State University, Voronezh*

Nadezhda I. Yashina, *Lobachevsky State Univ., Nizhny Novgorod*

Design: Marina S. Granil'shchikova

Corrector: Tat'yana A. Kondratenko

Editorial office:

Mail address 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russia

Telephone: +7 (495) 989-9610

E-mail post@fin-izdat.ru

Website www.fin-izdat.ru

© **Information center Finance and Credit, Ltd.**

© **Financepress, Ltd.**

Signed to print 03.09.2014. Format 60x90 1/8.

Circulation 1 170. Volume 8,5 printer's sheets.

Printed by KTK, Ltd., Krasnoarmeisk, Moscow region.

Telephone: +7 (496) 588-08-66

The journal is recommended by VAK of the Ministry of Education and Science of the Russian Federation to publish scientific works encompassing the basic matters of the MPhil and DPhil theses.

The journal is reviewed by the VINITI Russian Academy of Sciences.

The journal is included in the Russian Science Citation Index Database.

All articles peer-reviewed.

STOCK MARKET

Teplova T.V., Rodina V.A. RTS and MICEX merger: evaluation of the effectiveness of institutional and structural changes 2

ISSUES ON ECONOMICS

Alekhin B.I. Pension, inflation and public-sector debt..... 13

Baibakova E.Yu. Analysis of the impact of organizational structure of industry on high-tech products costs 29

BUDGETARY REFORM

Istomina N.A. Participation of population in monitoring and planning of budget funds use: the necessity and limitations..... 40

STATE REGULATION OF FINANCIAL SECTOR

Shevchenko L.M. Analysis of foreign experience of regulation of ensuring the national financial systems stability 48

MATHEMATICAL METHODS OF ANALYSIS

Khazova D.S. Qualitative modeling of tourism development in the Altai Republic: a comparison of the single-criterion and multi-criterion models..... 59

Not responsible for the authors' personal views in the published articles. All rights reserved. Printed in the Russian Federation.

This publication may not be reproduced in any form without permission.

УДК 336.76

СЛИЯНИЕ РТС И ММВБ: ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ И СТРУКТУРНЫХ ИЗМЕНЕНИЙ*

Т.В. ТЕПЛОВА,

доктор экономических наук,
профессор кафедры фондового рынка
и рынка инвестиций
E-mail: tamarateplova@mtu-net.ru

В.А. РОДИНА,

аспирантка кафедры фондового рынка
и рынка инвестиций
Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»
E-mail: victoriarodina@gmail.com

В контексте наблюдаемой в последние годы интенсификации процессов консолидации в сфере биржевой торговли рассматривается слияние двух ключевых российских бирж – РТС и ММВБ – и учреждение единой Московской биржи в декабре 2011 г.

В экспертном сообществе слияние бирж считается способом совершенствования организации и функционирования биржевой торговли, подведения под стандарты мировой практики. Ожидается, что рыночные характеристики покажут большую эффективность на объединенной бирже по сравнению с сегментированными биржами.

Исследование ставит целью оценить последствия слияния РТС и ММВБ по такому рыночному параметру, как ликвидность. Этот выбор обусловлен тем, что данный рыночный параметр, способствуя установлению равновесной рыночной цены активов, относится к сфере интересов двух основных участников торгов – инвесторов и эмитентов. С точки зрения инвесторов, ликвидность активов воздей-

ствует на исход биржевых торговых стратегий, с точки зрения эмитентов – создает возможность справедливой рыночной оценки компании.

Для проверки данной гипотезы проведен сравнительный анализ состояния общерыночной ликвидности (перекрестно по группам акций с сопоставимой рыночной капитализацией) до и после слияния бирж. Оценка ликвидности проведена по трем проекциям ликвидности (торговые издержки, торговая активность, эластичность), которые в совокупности способны более полно и точно отразить многогранную природу данной рыночной характеристики.

Результаты исследования по выборкам совокупного российского рынка акций не свидетельствуют в пользу того, что после слияния ММВБ и РТС имели место положительные изменения в состоянии ликвидности. Возможным объяснением этого являются качественные изменения состава листинга на Московской бирже, включившего в себя выпуски акций, торгуемые в предшествовавший период на РТС. На это указывает сравнение подвыборок идентичного рынка (рынка тождественного состава акций до и после слияния бирж), для которого наблюдается улучшение состояния ликвидности по одной из проекций ликвидности.

* Проведение исследования обеспечено грантом факультета экономики Национального исследовательского университета «Высшей школы экономики».

Ключевые слова: *Московская биржа, слияние, общерыночная ликвидность, проекция ликвидности, метрика ликвидности*

Институциональные и структурные изменения в системе организованных торгов

Институциональные и структурные подвижки в системе организованных торгов интенсифицировались с середины 1990-х гг., чему в немалой степени способствовала усиливающаяся конкуренция непосредственно между биржами и с электронными системами внебиржевой торговли. Выделяют три основных направления развития системы организованных торгов.

Изменения в структуре собственности предполагают переход от формата некоммерческого совместного общества (*mutual society*) к формату частных и публичных компаний, деятельность которых нацелена на извлечение прибыли. Примером является история Лондонской фондовой биржи (LSE), которая в 1986 г. была трансформирована из совместного общества закрытого типа в частную компанию, а в 2000 г. – в публичную компанию (с 2001 г. акции LSE торгуются на собственной торговой площадке). По статистике Всемирной федерации бирж (*World Federation of Exchanges*)¹, если в 1998 г. только 38% бирж функционировали в формате коммерческих организаций, то в 2006 г. их число достигло 75%.

Изменения масштабов географического присутствия предполагают пространственное распространение деятельности биржи, часто за пределы национальных границ, что стало возможным благодаря последним технологическим достижениям в сфере коммуникаций. Проиллюстрируем это развитием биржи NYSE Euronext – 2000 г. положил начало панъевропейского фондового рынка с объединением торговых площадок Бельгии, Франции и Нидерландов. В 2002 г. с Euronext слилась фондовая биржа Португалии, а в 2006 г. прошло трансатлантическое объединение торговых площадок NYSE и Euronext, сформировавшее глобальную торговую площадку NYSE Euronext.

Изменения в линейке предлагаемых услуг предполагают сдвиг от специализации на одном классе торгуемых финансовых инструментов в сторону диверсификации. Так, в 2001 г. фондовая биржа Киото (*Kyoto Stock Exchange*), специализирующаяся на спотовой торговле, стала составной частью биржи ценных бумаг Осаки (*Osaka Securities Exchange*), вы-

ступающей торговой площадкой для деривативов. В 2013 г. последняя слилась с фондовой биржей Токио (*Tokyo Stock Exchange*), основным направлением которой являлась спотовая торговля. Этой чередой слияний была достигнута возможность предложения широкого спектра финансовых активов.

Консолидация в системе организованных торгов благоприятствует участникам рынка, поскольку усиливает гармонизацию: выравнивается спецификация финансовых инструментов одного класса, стандартизируются регламенты, регулирующие организацию и функционирование биржевой торговли, и механизмы, обеспечивающие претворение этих регламентов на практике.

Вместе с тем консолидация далеко не всегда рассматривается как непереносимое благо. Так, основание трансатлантических биржевых площадок NYSE-Euronext и NASDAQ-OMX усилило опасения относительно монополистических злоупотреблений, господства на рынке. В итоге в 2011 г. последовали неудачные попытки консолидации. Биржа Сингапура (SGX) отступила от сделки по покупке Австралийской биржи ценных бумаг (ASX) стоимостью 8 млрд долл. США после наложения вето правительством Австралии. Группа NASDAQ OMX (NASDAQ OMX Group) отказалась от совместной с Межконтинентальной биржей Атланты (ICE) покупки NYSE Euronext за 11,3 млрд долл. после того, как министерство юстиции США официально предупредило, что инициирует судебное разбирательство по факту нарушения антимонопольного законодательства.

Слияние ММББ и РТС в декабре 2011 г. отвечало преобладающей политике усиления государственного контроля, обусловленного в том числе продолжающимся мировым финансовым кризисом. Это, однако, не противоречит другим целевым установкам консолидации:

- организации многофункциональной² торговой площадки для торговли широким диапазоном финансовых инструментов; оптимизации структуры биржевых сегментов; гармонизации и унификации торговых процедур и облегчению доступа к торгам; позиционированию биржи как центра рыночного ценообразования;

² Частная биржа РТС специализировалась на торговле акциями малой и средней рыночной капитализации и деривативами. Участниками рынка она рассматривалась как биржа, ориентированная на работу с клиентами. МСЕСХ, имеющая в структуре собственников государство, предназначена для торговли на валютном и денежном рынках, а также на рынках облигаций и голубых фишек.

¹ URL: <http://www.world-exchanges.org>.

- сокращению транзакционных издержек, увеличению прозрачности системы управления рисками (нивелированию рисков технических неполадок, созданию центрального расчетного депозитария); увеличению общерыночной ликвидности (инициаторы объединения полагают, что увеличение общерыночной ликвидности будет способствовать притоку трейдеров (инвесторов), что, в свою очередь, увеличит количество потенциальных эмитентов, имеющих намерение войти в листинг);
- трансформации биржи в частную компанию с последующим выходом на IPO; частичному замещению в консолидированной структуре собственников Банка России (их доля на момент создания Московской биржи, по различным оценкам, составляла 21–24%) крупным зарубежным игроком;
- интеграции Московской биржи в государственный проект «Москва – международный финансовый центр», начало которому было положено в 2009 г. распоряжением Правительства Российской Федерации от 11.07.2009 «О плане мероприятий по созданию международного финансового центра в Российской Федерации».

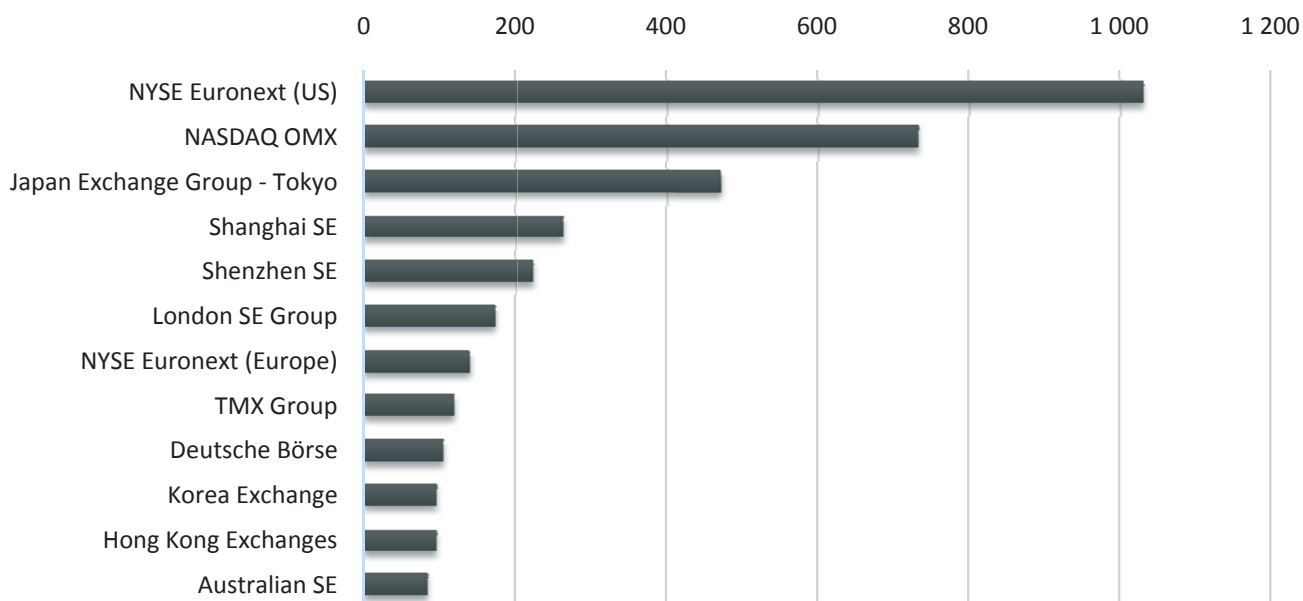
По последним двум пунктам стоит отметить, что в феврале 2013 г. Московская биржа вышла на IPO и в настоящий момент присутствует в листинге в качестве одного из эмитентов. Торговая площадка

вместе с тем продолжает контролироваться государством напрямую (30%) и опосредованно (15–17%).

Достижение перечисленных целевых установок благоприятствует основным участникам рынка ценных бумаг, вкладывающим (частные и институциональные инвесторы) и привлекающим (эмитенты в листинге) капитал. Очевидно, что глобализация биржевой торговли и распространение новейших технологических достижений в сфере коммуникаций существенно расширяют опции потенциальных инвесторов и эмитентов в вопросах вложения (привлечения) капитала. Отсюда вытекает одно из направлений оценки эффективности организации и функционирования объединенной биржи – сравнение с зарубежными национальными (сегментированными) и (или) с международными аналогами. По таким показателям, как совокупный торговый оборот и совокупное количество российских и иностранных эмитентов в листинге, Московская биржа занимает соответственно 24-ю и 20-ю позиции (рис. 1 и 2 соответственно).

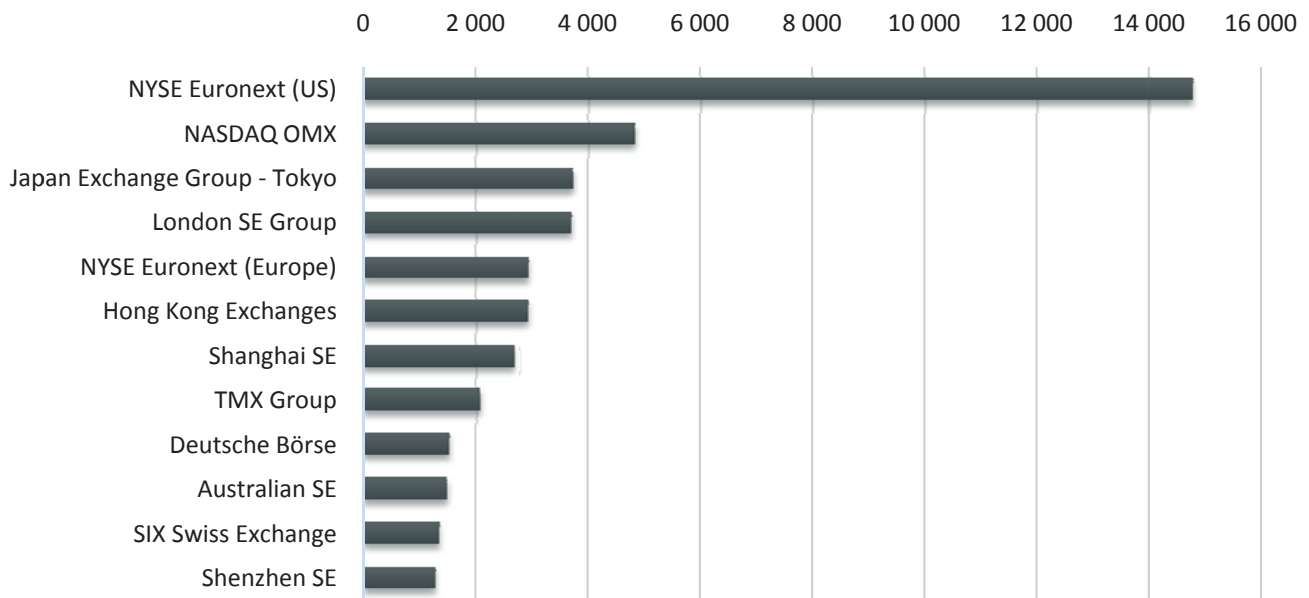
По такому показателю, как собственная капитализация эмитента, Московская биржа занимает девятую позицию (рис. 3).

В международном рейтинге торговых площадок Московская биржа расположена на средних позициях, но это само по себе является значимым достижением по сравнению со статистикой предшествовавшего объединению периода.



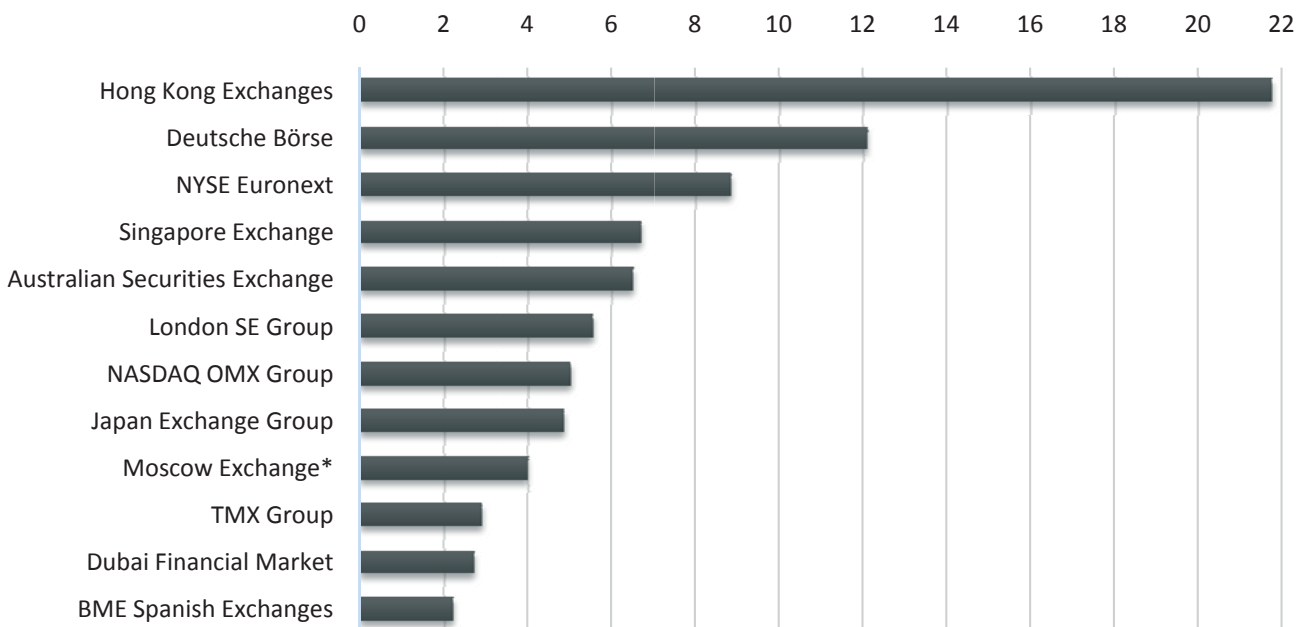
Примечание. Московская биржа на 24-й позиции. Данные за февраль 2013 г.

Рис. 1. Топ-12 международных бирж по совокупному торговому обороту в месяц локальных и иностранных эмитентов в листинге



Примечание. Московская биржа на 20-й позиции. Данные за февраль 2013 г.

Рис. 2. Топ-12 международных бирж по совокупному количеству локальных и иностранных эмитентов в листинге



* Данные на 15 февраля 2013 г., непосредственно после выхода на IPO.

Рис. 3. Топ-12 международных бирж по собственной рыночной капитализации акций

Ликвидность российского фондового рынка до и после слияния бирж

Альтернативой макроуровню в оценке эффективности организации и функционирования объединенной биржи является микроуровень – анализ рыночных параметров, относящихся к микроструктуре рынка.

Ликвидность относится к ключевым рыночным параметрам, поскольку определяет возможности справедливого ценообразования на фондовом рынке. Это обстоятельство следует учитывать как частным (институциональным) инвесторам, так и эмитентам в листинге, поскольку во всех сегментах фондового рынка, не отличающихся высокой ликвидностью, преобладающие цены могут отклоняться от спра-