

ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

КАФЕДРА «ЦЕННЫХ БУМАГ И ФИНАНСОВОГО ИНЖИНИРИНГА»

Работа допущена к защите
зав. кафедрой
проф. Миркин Я.М.

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА
НА ТЕМУ: «**ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ
ФОНДОВЫХ БИРЖ В РОССИИ И В МИРЕ**».

Студентки группы К5-4
Харитоновой К.В.
Научный руководитель
ст. преп. Макеев А.В.
Консультант кафедры «АИТ»
доц. Литвиненко А.Ф.

МОСКВА 2003.

СОДЕРЖАНИЕ.

<u>ВВЕДЕНИЕ.</u>	3
<u>ГЛАВА I. ИНСТИТУТ ФОНДОВОЙ БИРЖИ.</u>	6
<u>§1.1. ПОНЯТИЕ, ЗАДАЧИ И ФУНКЦИИ ФОНДОВОЙ БИРЖИ.</u>	6
<u>§1.2. ОРГАНИЗАЦИОННО - ПРАВОВАЯ ФОРМА СОВРЕМЕННЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖ.</u>	15
<u>§1.3. ЧЛЕНЫ ФОНДОВОЙ БИРЖИ И УЧАСТНИКИ БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ.</u>	19
<u>ГЛАВА II. УСТРОЙСТВО ФОНДОВОЙ БИРЖИ.</u>	24
<u>§2.1. ОРГАНЫ УПРАВЛЕНИЯ БИРЖЕЙ.</u>	24
<u>§2.2. ОРГАНИЗАЦИЯ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ.</u>	32
<u>§2.3. КОМПЬЮТЕРИЗАЦИЯ БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ.</u>	45
<u>ГЛАВА III. НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ ФОНДОВЫХ БИРЖ В РОССИИ И МИРЕ.</u>	56
<u>§3.1. ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ФОНДОВЫХ БИРЖ.</u>	56
<u>ГЛОБАЛИЗАЦИЯ БИРЖЕВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ.</u>	56
<u>КОММЕРЦИАЛИЗАЦИЯ ФОНДОВЫХ БИРЖ.</u>	65
<u>УНИВЕРСАЛИЗАЦИЯ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ.</u>	73
<u>§3.2. РАЗВИТИЕ НОВЫХ РЫНКОВ.</u>	80
<u>§3.3. РАЗВИТИЕ ИНТЕРНЕТ - ТРЕЙДИНГА.</u>	86
<u>ЗАКЛЮЧЕНИЕ.</u>	95
<u>СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.</u>	100
<u>ПРИЛОЖЕНИЕ.</u>	104

ВВЕДЕНИЕ.

Фондовая биржа – это “сердце” фондового рынка. Ее существование и развитие является необходимым условием существования и развития рынка ценных бумаг в целом.

Возникновение фондовых бирж в XVII было обусловлено объективными факторами, которые по сей день привлекают участников биржевой торговли. Организованность биржевого рынка, информационная прозрачность биржевого процесса, гарантированность исполнения сделки, гласность и открытость биржевого торга, концентрация временно свободных ресурсов, обеспечение ликвидности рынка, честное и справедливое ценообразование являются одними из неотъемлемых преимуществ фондовой биржи. Торговля на бирже выгодна для эмитента, размещающего ценные бумаги, для инвестора, желающего вложить свободные средства, и для посредников – профессиональных участников фондового рынка. Несмотря на все преимущества фондовые биржи испытывают острейшую конкуренцию со стороны внебиржевых рынков и альтернативных торговых систем.

Вследствие чего, фондовая биржа, как институт, в течение последних лет претерпевает существенные, глубокие и стремительные изменения. Наметились определенные тенденции развития мировой индустрии фондовых бирж, которые не только коренным образом изменили организацию биржевой торговли, но и привели к сущностному изменению концепции фондовой биржи как таковой. Несомненно, эти новые направления развития не могли не затронуть и российские фондовые биржи. Поэтому тема: “Тенденции развития фондовых бирж в России и в мире” является столь актуальной. Анализ мировых тенденций развития индустрии фондовых бирж необходим с точки зрения его использования в России.

Основной целью работы является выявление основных тенденций развития фондовых бирж в России и мире, предпосылок и причин, предопределивших эти тенденции.

В работе будут рассмотрены вопросы организации деятельности фондовых бирж, предпосылки и основные тенденции развития фондовых бирж в России и за рубежом. В

первой главе биржа будет рассмотрена как институт фондового рынка. Определены понятие “фондовая биржа”, ее задачи и функции, члены и участники торговли, организационно – правовая форма фондовых бирж. Вторая глава посвящена устройству фондовой биржи и затрагивает вопросы, касающиеся органов управления фондовой биржей, организации биржевой торговли, листинга и котировки, а так же компьютеризации биржевого дела, которая так же выступает одной из основных тенденций и предпосылок развития индустрии фондовых бирж. В третьей главе будут исследованы изменения, происходящие в процессе функционирования фондовых бирж, проанализированы причины этих изменений, выявлены тенденции развития фондовых бирж в России и мире, рассмотрены возможности применения мирового опыта для развития российских фондовых бирж и собственные направления развития.

Для анализа сложившейся ситуации и выявления основных тенденций развития фондовых бирж в мире, в работе будут использоваться данные Международной Федерации Бирж (до октября 2001 года - Международная Федерация Фондовых Бирж), так как на биржи входящие в Федерацию в совокупности приходится 97% мирового биржевого рынка акций, и большая часть объема биржевого рынка облигаций, инвестиционных фондов. В апреле 2003 года количество бирж, членов МФБ, составило 59.¹ (Список членов МФБ см. Приложение 1) В нее входят такие крупнейшие биржи мира как Нью – Йоркская фондовая биржа, Немецкая фондовая биржа, биржа Euronext, Лондонская и Токийская фондовые биржи. Поэтому можно сказать, что ситуация в группе членов Международной Федерации Бирж реально отражает мировые тенденции. В целях более качественного анализа основных направлений развития своих членов Федерация разделяет их на 4 основные группы:

I группа – Фондовые биржи, зарегистрированные как частные компании, принадлежащие своим членам, включая ассоциации и кооперативы.

¹ <http://www.world-exchanges.com/>

II. группа – Фондовые биржи, прошедшие процесс коммерциализации, акции которых не котируются на фондовой бирже.

III. группа – Фондовые биржи, прошедшие процесс коммерциализации, акции которых имеют листинг на бирже.

IV. группа – Фондовые биржи, имеющие другой правовой статус, включая биржи, принадлежащие государству.

Такое разделение необходимо для того, чтобы отразить происходящие изменения наиболее точно.

Что касается российских фондовых бирж, то основные тенденции их развития можно проследить на примере двух крупнейших торговых площадок – ММВБ и РТС, так как на них приходится более 90% оборотов по ценным бумагам.²

² Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблицер, 2002. – 624с.

ГЛАВА I. ИНСТИТУТ ФОНДОВОЙ БИРЖИ.

§1.1. ПОНЯТИЕ, ЗАДАЧИ И ФУНКЦИИ ФОНДОВОЙ БИРЖИ.

Фондовая биржа - это организованный, регулярно функционирующий рынок ценных бумаг и других финансовых инструментов.³ Первые рынки ценных бумаг в виде вексельных ярмарок возникли в городах-государствах Италии. Итальянцы создали и предшественницу Лондонской биржи на Ломбард стрит и биржу в г. Брюгге, бывшем в то время крупнейшим торговым центром. В Брюгге появился и сам термин "биржа". Исторически слово биржа происходит от названия площади в Брюгге, на которой стоял большой старинный особняк. Его ворота были украшены фамильным гербом владельцев дома – знатного рода Ван Дер Бурж – с изображением трех кожаных мешков(ter buerse). На этой площади происходили торговые собрания только итальянских купцов. Дальнейшему распространению термина "биржа" вероятно, способствовало то, что случайное название соответствовало значению слова "bursa" – кожаный мешок, или в более широком смысле, денежные суммы, кассы купцов. Термин "биржа" почти до XVIIIв. применялся исключительно в Голландии.⁴

Однако биржи в современном понимании до XVII не было. Антверпенская и Лионская биржи образованные в XVIв. и часто называемые первыми биржами, в том же веке прекратили свое существование.

Старейшей фондовой биржей существующей и поныне принято считать Амстердамскую фондовую биржу, созданную в 1611г. Вплоть до 1913 г. эта биржа была универсальной, т.е. на ней осуществлялась торговля, как товарами, так и ценными бумагами. Любой пришедший на биржу мог заключить сделку с кем угодно, т.к. допуск на биржу поначалу был свободный. На бирже торговали длительное время в основном облигациями прави

³ Биржевая деятельность./ Ред. проф. А.Г. Грязновой, проф. Р.В. Корнеевой, проф. В.А. Галанова. М.: «Финансы и статистика», 1995. – с.98.

⁴ Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами/Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации М.: «Финансы и статистика», 1997. – с.19.

тельства Голландии, администрации Амстердама и некоторых других голландских городов. Что касается акций, то в основном это были сначала акции Объединенной Ост-Индской компании (первой акционерной компании). Второй акционерной компанией стала Вест-индская компания. В XVIIIв. среди эмитентов появились английская Ост-Индская компания, Компания Южных морей, Банк Англии, правительства европейских государств. В 1747г. на амстердамской бирже котировалось 44 вида ценных бумаг.⁵

Первая специализированная фондовая биржа, осуществлявшая только операции с различными финансовыми инструментами, возникла на территории Англии. В 1773г. Лондонские брокеры арендовали для своих встреч специальное помещение в районе Королевской биржи. Этот год считают годом рождения Лондонской фондовой биржи. Именно это здание впервые было названо фондовой биржей – Stock Exchange.

Поначалу любой желающий мог принять участие в торгах, заплатив за это 6 пенсов в день. Основными ценными бумагами, торговавшимися до середины XIXв. были государственные облигации. В Англии до этого времени существовало законодательное ограничение на создание акционерных обществ – "Закон о мыльных пузырях"(Bubble Act), согласно которому статус ограниченной ответственности можно было получить лишь специальным актом парламента. Это ограничение было связано с компанией Южных морей, созданной в 1711г. и вскоре лопнувшей. В связи с этим с 1708 до 1826г. только Банк Англии имел привилегию быть акционерным обществом.⁶

Необходимо отметить, что изначально начинают формироваться два типа фондового рынка: банковский и биржевой. В связи с особенностями социально -экономического развития в США, Великобритании и других англосаксонских странах фондовая биржа всегда играла более значимую роль, чем в европейских странах (развивавшихся по феодальному,

⁵ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – с.103

⁶ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – с.104

аграрному пути) для которых характерен банковский тип рынка.⁷ На примере Германии видно, что в связи с увеличением доли влияния банков в экономике роль фондовых бирж снизилась. В англосаксонских же странах наоборот роль биржи не падала ни в начале XXв., ни позже.

По мере развития самих фондовых бирж термин «фондовая биржа» изменялся и трансформировался, на данном этапе в нем все больше прослеживаются основные тенденции развития самих бирж и биржевых технологий. Поэтому понятие, используемое в современной экономической литературе, столь многогранно. Термин «фондовая биржа» может трактоваться в зависимости от предназначения биржи в мировой экономике, понимания биржи, как института фондового рынка. В свете развития компьютерных технологий и интернет–трейдинга своеобразием отличаются определения, затрагивающие функциональный аспект деятельности фондовой биржи.

В одной из первых в России работ, посвященной данной тематике (1926г.) дано следующее определение: фондовая биржа – это организованный рынок спроса и предложения денежных капиталов.⁸ Данное определение подчеркивает макроэкономическое значение фондовой биржи, а так же отмечает, что функционирование денежных капиталов на фондовой бирже осуществляется на основе определенных правил и нормативно – правовых актов.

В современной российской экономической литературе можно встретить следующие определения фондовой биржи:

Фондовая биржа - организованный рынок для торговли стандартными финансовыми инструментами, создаваемый профессиональными участниками рынка ценных бумаг для взаимных оптовых операций.⁹

⁷Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами/Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации М.: «Финансы и статистика», 1997. – с.23.

⁸Чалдаева Л. К вопросу об определении понятия «фондовая биржа» //Финансовый бизнес. - 2002. - №1.-с.16

⁹Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. - М.: Перспектива, 1995. - с.413.

Фондовая биржа – это определенным образом организованный рынок, на котором владельцы ценных бумаг совершают через членов биржи, выступающих в качестве посредников, сделки купли - продажи.¹⁰

Фондовая биржа – организация, предметом деятельности которой является обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен и распространение информации о них, поддержание высокого уровня профессионализма участников рынка ценных бумаг.¹¹

В западной экономической литературе понятие фондовой биржи несколько видоизменилось, большее внимание уделяется ее функциональному назначению. Под фондовой биржей, например, понимается основное место проведения торговли ценными бумагами при соблюдении набора правил и инструкций.¹²

Данные определения рассматривают биржу с двух разных точек зрения: с одной стороны, биржа отождествляется с организованным рынком, а с другой, рассматривается как организатор этого рынка. Другим аспектом, который затрагивают все эти определения, является осуществляемая на бирже торговля не только ценными бумагами, но и другими стандартными инструментами. Расширение перечня торгуемых на бирже инструментов является непосредственным отражением одной из основных тенденций развития фондовых бирж – универсализации биржевой торговли. Все определения так же отмечают, что сделки на бирже осуществляются через посредников – профессиональных участников рынка ценных бумаг. Определения подчеркивают и регулирующую роль биржи.

В соответствии с Федеральным законом от «О рынке ценных бумаг» под фондовой биржей понимается организатор торговли на рынке ценных бумаг, отвечающий следующим требованиям:

¹⁰ Чалдаева Л. К вопросу об определении понятия «фондовая биржа» //Финансовый бизнес. - 2002. - №1.- с.17.

¹¹ Ценные бумаги: Учебник для студ.экон.специальностей вузов/В.И. Колесников, В.С. Торкановский, Л.С. Тарасевич и др.; Под редакцией В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. - М.:Финансы и статистика,2001. – с.442.

¹² Чалдаева Л. К вопросу об определении понятия «фондовая биржа» //Финансовый бизнес. - 2002. - №1.- с.18

➤ Юридическое лицо может осуществлять деятельность фондовой биржи, если оно является некоммерческим партнерством или акционерным обществом.

➤ Юридическое лицо, осуществляющее деятельность фондовой биржи, не вправе совмещать указанную деятельность с иными видами деятельности, за исключением деятельности валютной биржи, товарной биржи (деятельности по организации биржевой торговли), клиринговой деятельности, связанной с осуществлением клиринга по операциям с ценными бумагами и инвестиционными паями паевых инвестиционных фондов, деятельности по распространению информации, издательской деятельности, а также с осуществлением деятельности по сдаче имущества в аренду. В случае совмещения юридическим лицом деятельности валютной биржи и/или товарной биржи (деятельности по организации биржевой торговли) и/или клиринговой деятельности с деятельностью фондовой биржи для осуществления каждого из указанных видов деятельности должно быть создано отдельное структурное подразделение.

Задачи фондовой биржи определяются, с одной стороны, тем положением, которое фондовая биржа занимает на рынке ценных бумаг как его участник, а с другой стороны, ролью биржи как организатора этого рынка ценных бумаг.

Частично основные задачи фондовой биржи описаны в Федеральном законе от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" в редакции от 28 декабря 2002г.

Исторически фондовая биржа возникла для того, чтобы поощрять и поддерживать торговлю ценными бумагами, обеспечивая при этом соблюдение интересов ее участников. Поэтому первая задача фондовой биржи – это организация места для торговли ценными бумагами.¹³

Несмотря на то, что создание телекоммуникационных систем, средств криптографической защиты информации, развитие биржевых технологий позволяют участвовать в биржевых торгах практически из любой точки мира, наличие определенного централизо

¹³ Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова. - М.: Финансы и статистика, 1998. - с.129

ванного места торговли является неотъемлемым признаком фондовой биржи. И это связано не только с необходимостью размещения в определенном месте технических средств и обслуживающего персонала биржи, а еще и с тем, что фондовая биржа представляет собой организацию со своими исторически сложившимися правилами ведения торгов. Обязательным остается соблюдение установленных правил и системы регулирования торговли, а также готовность участников торговли эти правила соблюдать. Для выполнения этой задачи также необходимо предъявлять достаточно жесткие требования к компаниям, поставляющим ценные бумаги для продажи, и членам биржи, которые на профессиональном уровне ведут торговлю и представляют интересы клиентов, не имеющих возможности принимать непосредственное участие в торговле на бирже. Биржа должна располагать обученным высококвалифицированным персоналом, который должен обеспечивать не только процесс торговли, но и надзор за соблюдением заключенных сделок.

По закону фондовая биржа обязана утвердить: правила допуска к участию в торгах на фондовой бирже; правила проведения торгов, меры, направленные на предотвращение манипулирования ценами и использования служебной информации, а так же правила листинга (делистинга) ценных бумаг и правила допуска ценных бумаг к торгам без прохождения процедуры листинга. Фондовая биржа должна осуществлять постоянный контроль за совершаемыми на ней сделками в целях выявления случаев использования служебной информации, манипулирования ценами и за соблюдением участниками торгов и эмитентами, ценные бумаги которых включены в котировальные списки, требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и нормативных правовых актов федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Второй задачей фондовой биржи можно считать выявление равновесной биржевой цены. Предоставляя место для торгов, биржа собирает большое количество продавцов и покупателей, которые встречаются не только для обсуждения и согласования условий торговли, но и для выявления приемлемой цены конкретных ценных бумаг. Для реализа

ции этой задачи биржа использует средства массовой информации, стандартизирует условия установления цен, обеспечивает открытость информации об эмитенте. Это дает возможность членам биржи и ее профессиональным участникам знать последнюю информацию о котировках цен и сделках.

Третья задача фондовой биржи - аккумулировать временно свободные денежные средства и способствовать передаче права собственности. Эмитенты ценных бумаг взамен обязательств получают необходимые финансовые средства, а их покупатели получают возможность вложить свободные денежные ресурсы. При этом биржа создает возможность для перепродажи ценных бумаг, т.е. обеспечивает передачу прав собственности, привлекая на биржу новых инвесторов.¹⁴

Четвертой задачей фондовой биржи следует считать обеспечение гласности, открытости биржевых торгов. Как известно, биржа не гарантирует того, что вложения в ценные бумаги обязательно принесут доход, но она гарантирует, что участники торгов будут иметь достаточно достоверную информацию и располагать справедливыми правилами для формирования собственных суждений о доходности принадлежащих им ценных бумаг. Биржа является не только торговым, но также и исследовательским и информационным центром. Законодательства всех стран обязывают ее заниматься исследованием процессов, происходящих на рынке ценных бумаг. В частности по российскому законодательству фондовая биржа обязана обеспечивать гласность и публичность проводимых торгов путем оповещения участников торгов о месте и времени проведения торгов, списке и котировке ценных бумаг, допущенных к торгам на фондовой бирже, результатах торговых сессий, а также предоставлять другую информацию. Поэтому на всех крупных фондовых биржах имеются специальные научно – информационные отделы, занимающиеся подобными ис

¹⁴ Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998.- с.130.

следованиями и публикующие их результаты.¹⁵ Биржа обязана сообщать каждому заинтересованному лицу о дате и времени заключения сделок, наименовании ценных бумаг являющихся предметом сделки, цене одной ценной бумаги и количестве проданных (купленных) акций. Биржа отвечает за централизованное распространение биржевой информации, за получение информации, способной повлиять на рыночный курс, всеми участниками биржевой торговли в одно и тоже время и в одинаковом объеме. Биржа обязана получать и комментировать любые решения правительства, которые могут повлиять на курсы тех ценных бумаг, которые котируются на ней.

Пятая задача биржи заключается в обеспечении арбитража (быстрого, оперативного и дешевого разрешения споров). Многие биржи для решения задач арбитража создают специальные арбитражные комиссии, в состав которых включают независимых лиц. Влиятельность арбитражной комиссии должна быть общепризнанной. Иногда для повышения ее значимости ей придают статус третейского суда. В этом случае решения арбитражной комиссии приобретают обязательный характер.¹⁶

Шестой задачей биржи можно считать обеспечение гарантий исполнения сделок, заключенных в биржевом зале. Проблема исполнения сделок является очень существенной, т.к. биржа не может проверить сможет ли каждый покупатель заплатить за купленные ценные бумаги, на покупку которых он дал приказ, или каждый продавец представить ценные бумаги. С этой целью она должна предъявлять жесткие требования, как к профессионализму участников, так и их финансовому состоянию. Биржа гарантирует надежность ценных бумаг, котирующихся на ней по средствам листинга. Условия заключенной сделки регистрируются, и участник торгов получает соответствующее подтверждение от биржи, поэтому не может быть никаких споров о том, какое конкретное соглашение было приня

¹⁵ Ценные бумаги: Учебник для студ. экон. специальностей вузов/ В.И. Колесников, В.С. Торкановский, Л.С. Тарасевич и др.; Под редакцией В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. - М.: Финансы и статистика, 2001. - с. 150.

¹⁶ Рынок ценных бумаг: Учебник для студ. эконом. специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.; Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова. - М.: Финансы и статистика, 1998. - с. 131.

то по поводу этой сделки. Кроме того, гарантия исполнения сделок достигается за счет постоянно совершенствующейся системы клиринга и расчетов.¹⁷

Седьмая задача – разработка этических стандартов, кодекса поведения участников биржевой торговли. С этой целью принимаются различные соглашения, которые разрешают использование специфических слов, оговаривают их интерпретацию, устанавливают место, способ торговли и время, квалификационные требования, предъявляемые к участникам торговли. В мировой практике принято разрабатывать специальный свод деловых правил для биржи.

Восьмой задачей фондовой биржи может быть выполнение функции саморегулируемой организации (СРО). Эта задача является традиционной для фондовых бирж многих стран. В качестве СРО биржа обычно выполняет следующие функции¹⁸:

1. Установление правил торговли и контроль за их исполнением.
2. Мониторинг и предотвращение манипулирования на рынке.
3. Установление правил членства и наблюдение за их выполнением.

Предпосылками распределения функций регулирования между государством и фондовой биржей является то, что биржи заинтересованы в осуществлении качественного регулирования, для того, чтобы сделать операции на бирже более привлекательными, поддержать доверие инвесторов, выжить в конкурентных условиях, укрепить деловую репутацию биржи. Кроме того, биржи работают непосредственно в области подлежащей регулированию, и поэтому более информированы, чем государственные органы.

Основными функциями фондовой биржи являются¹⁹:

- создание постоянно действующего рынка,
- определение цен,

¹⁷ Биржевое дело: Учебник для студентов высших учебных заведений/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 2001.- с.26.

¹⁸ Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1. - с.109.

¹⁹ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. - М.: Перспектива, 1995. - с.413.

- распространение информации о товарах и финансовых инструментах, их ценах и условиях обращения,
- поддержание профессионализма торговых и финансовых посредников,
- выработка правил,
- индикация состояния экономики, ее товарных сегментов и фондового рынка.

§1.2.ОРГАНИЗАЦИОННО - ПРАВОВАЯ ФОРМА СОВРЕМЕННЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖ.

Важным аспектом определения понятия фондовая биржа является ее организационно – правовая форма. Обычно особенности организационно – правовой формы фондовой биржи определяются законодательством той страны, где эта биржа функционирует.

С учетом правового статуса в мировой практике выделяют три типа фондовых бирж.²⁰

1) Публично – правовые фондовые биржи – это биржи, находящиеся под государственным контролем. Государство участвует в составлении правил биржевой торговли и контролирует их выполнение, обеспечивает правопорядок на бирже во время торгов, назначает биржевых маклеров и т.д.

2) Фондовые биржи - частные компании, создаются в форме акционерных обществ. Государство не берет на себя никаких гарантий по обеспечению гарантии исполнения сделок и стабильности биржевой торговли. Биржа самостоятельно строит свою работу в соответствии с законодательством данной страны. Этот тип характерен для англосаксонских стран.

3) К смешанному типу относятся фондовые биржи, созданные как акционерные общества, 50% капитала которых принадлежит государству. Во главе таких бирж стоят

²⁰ Ценные бумаги: Учебник для студ. экон. специальностей вузов/В.И. Колесников, В.С. Торкановский, Л.С. Тарасевич и др.; Под редакцией В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. - М.: Финансы и статистика, 2001. - с.142.

выборные биржевые органы. Биржевой комиссар осуществляет надзор за биржевой деятельностью и официально регистрирует биржевые курсы.

Раньше большинство фондовых бирж относилось к первому типу. Это было связано с тем, что в мире господствовал традиционный взгляд на биржи. По нему биржа должна была быть нейтральной, некоммерческой организацией, которая не ставит перед собой целью получение прибыли. Основой существования биржи являлись взносы ее членов, которые должны были покрывать затраты биржи на ее функционирование и развитие. Фондовая биржа рассматривалась только как форма, инфраструктура, призванная обеспечивать поставленные задачи и функции. На практике же оказалось, что на данном этапе развития фондовые биржи должны выйти за рамки некоммерческой природы. Многие биржи уже изменили или находятся в процессе изменения своего юридического статуса.

Процесс такого изменения является одной из основных тенденций развития фондовых бирж и называется – коммерциализация (или в американском варианте - demutualization). Коммерциализация – это процесс перехода от понимания биржи как неприбыльной, некоммерческой организации, находящейся в собственности членов, к пониманию биржи как коммерческой компании, находящейся в собственности акционеров.²¹

Первой биржей, изменившей свою организационно- правовую форму, стала в 1993г. Стокгольмская фондовая биржа, которая была преобразована в компанию с ограниченной ответственностью. Аналогичная реформа была осуществлена в Вене, где биржа так же была преобразована в акционерное общество. Итальянская фондовая биржа была в прошлом государственным учреждением, в настоящее время - это акционерное общество. В Швеции фондовая биржа существует в составе холдинговой компании, цель которой повышение стоимости акций в интересах их собственников. В Индии значительная часть фондовых бирж существует в форме акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью. Такой переход характерен и для Германии. Вплоть до 2000г. Франкфурт

²¹ Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1. - с.105.

ская фондовая биржа(Frakfurter Wertpapierbörse), как и все германские биржи, была публично–правовым учреждением. Сейчас она напрямую связана с АО "Немецкая биржа"(Deutsche Börse AG).²² В 2000г. произошли изменения организационно-правовой формы Лондонской фондовой биржи, биржи EURONEXT, в 2002г. – Chicago Mercantile Exchange.²³ (см. Приложения. 2.)

Эта повсеместная смена организационно-правовой формы вызвана тем, что биржи во всех странах сталкиваются с конкуренцией со стороны иностранных бирж, а так же альтернативных торговых систем. Развитие коммуникационных и компьютерных технологий позволяет биржам полностью автоматизировать процесс биржевой торговли и предоставлять инвесторам прямой доступ к системе торгов в режиме on-line, что приводит к снижению стоимости услуг и еще более обостряет конкуренцию. Наиболее действенным фактором в конкурентной борьбе является технологическая модернизация фондовых бирж, которая требует немалых затрат. Именно для того, чтобы привлечь капитал биржи и становятся компаниями.

Изменение организационно-правовой формы отвечает также целям расширения структуры управления биржей. Стороний собственник, в отличие от "внутреннего", руководствуется, прежде всего, целью получения прибыли. Результаты последних исследований показывают, что участие в управлении биржей других организаций позволяет сделать управление биржей более эффективным, что важно в условиях конкурентной среды.²⁴

Тенденцию изменения организационно-правовой формы фондовых бирж интересно проследить на примере бирж, являющихся членами Международной Федерации Бирж (WFE). В начале девяностых годов 90% фондовых бирж – членов World Federation of Exchanges - являлись частными компаниями, находящимися в собственности своих членов. В

²² Миркин Я.М. Фондовые биржи в России: стать коммерческими, чтобы выжить // Рынок ценных бумаг. - 2000. - №10. – с.36.

²³Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1. – P.106.

²⁴ Лауфер М. Особенности развития современных фондовых бирж (статистика и тенденции) //Вопросы экономики - 1999. - №5, с.130.

течение десяти лет под влиянием процесса коммерциализации ситуация коренным образом изменилась. Сложившаяся к 2001 году картина демонстрирует глобальные изменения в организационно-правовой структуре фондовых бирж. По сравнению с 1991 годом в 2000 году доля фондовых бирж, являющихся частными компаниями, снизилась до 43,8%, а в 2001 году до 35,3%. Доля фондовых бирж – частных компаний, прошедших процесс коммерциализации, и публичных компаний, чьи акции котируются на бирже, выросла в 2001 году до 45% по сравнению с 37% в 2000 году. Доля других в 2001 году составила 19,6%.²⁵(см. Приложение. 4.)

До 28 декабря 2002г. по российскому законодательству фондовая биржа могла создаваться только в форме некоммерческого партнерства. Это было связано с тем, что в период разработки закона среди российских специалистов была распространена точка зрения, что биржа обязательно должна быть бесприбыльной организацией, как было раньше во всем мире. Однако мировая тенденция состоит в том, что все больше бирж становятся коммерческими компаниями.

Теперь в законе установлено, что фондовая биржа может быть организована как в форме некоммерческого партнерства, так и в форме акционерного общества. Причем одному акционеру фондовой биржи и его аффилированным лицам не может принадлежать 20 % и более акций каждой категории (типа), а одному члену фондовой биржи некоммерческого партнерства не может принадлежать 20 % и более голосов на общем собрании членов такой биржи. Указанные ограничения не применяются к акционерам (членам) фондовой биржи, которые являются фондовыми биржами.

Во-вторых, фондовые биржи, являющиеся некоммерческими партнерствами, могут быть преобразованы в акционерные общества. Решение о таком преобразовании принимается членами такой фондовой биржи большинством в три четверти голосов всех членов этой фондовой биржи.

²⁵ <http://www.world-exchanges.com/>

Сейчас в России все фондовые биржи являются некоммерческими партнерствами, а валютные и товарные биржи, в которых есть фондовые секции – акционерными обществами закрытого типа. (см. Приложение. 3.)

§1.3. ЧЛЕНЫ ФОНДОВОЙ БИРЖИ И УЧАСТНИКИ БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ.

Изначально допуск на биржу был свободным. К примеру, на Амстердамской фондовой бирже первоначально любой пришедший мог заключить сделку с кем угодно, а на Лондонской фондовой бирже любой желающий мог принять участие в торгах, заплатив за это 6 пенсов в день.²⁶

Затем фондовая биржа стала относиться к числу закрытых бирж, на которой торговать ценными бумагами могли только ее члены. И это было обосновано, т.к. в прошлом торговля на фондовых биржах происходила на "полу", и количество мест на бирже было ограничено физическими параметрами помещения, где происходил торг. Следствием ограниченного числа "мест" на бирже, было ограниченное число ее членов.

Биржа находилась в собственности своих членов и была подконтрольна им. Такая форма членства была выгодна до тех пор пока биржи являлись монополистами и интересы их членов были защищены.

В условиях новой конкурентной среды такая система членства все менее себя оправдывает, поскольку перспективные интересы биржи часто приносятся в жертву текущим. Например, члены биржи склонны минимизировать тарифы, т.к. обслуживают они сами себя, что часто приводит к отказу от долгосрочных проектов, требующих масштабного финансирования.²⁷

Конкуренция между самими фондовыми биржами, а так же между фондовыми биржами и альтернативными торговыми системами привела к процессу коммерциализации

²⁶ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000.

²⁷ Марголит Г. Вызов принят! Рынок корпоративных ценных бумаг на ММВБ в свете мировых тенденций// Рынок ценных бумаг – 2002. - №19. - С. 58.

фондовых бирж, о котором уже говорилось ранее. Переход от замкнутой структуры, в которой все основные вопросы решались членами биржи – участниками торгов к структуре коммерческой компании, находящейся в собственности ее акционеров и ставящей своей целью получение прибыли, привел к тому, что право на участие в торгах и право собственности могут быть разделены. Акционеры биржи вкладывают капитал и получают доход, но им не обязательно участвовать в биржевых торгах.²⁸

Однако, несмотря на процесс коммерциализации, большая часть фондовых бирж, членом Международной Федерации Бирж, по данным на 2001 год принадлежит их членам. Интересным является тот факт, что доля членом фондовых бирж, прошедших процесс коммерциализации и тех, чьи акции имеют листинг на бирже, в составе собственников этих бирж составляет 97% и 93% соответственно.²⁹ Это означает, что коренного изменения в составе собственников фондовых бирж не произошло. (см. Приложение. 5.) Члены фондовой биржи остались основной группой собственников даже после процесса коммерциализации и первичного размещения акций. Другими собственниками фондовых бирж, входящих в эти две группы, являются работники биржи, компании, акции которых котируются на бирже, финансовые институты (банки, страховые компании, пенсионные фонды), а так же публичные инвесторы.

Например, Нью-йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange) находится в собственности своих членом. С 1953 года их количество остается неизменным – 1366. Для того чтобы стать членом биржи необходимо приобрести на ней место, цена которого колеблется в зависимости от спроса и предложения. В последнее десятилетие минимальная цена на место на Нью-йоркской фондовой бирже составляла 35 тысяч долларов, а максимальная – 1150 тысяч долларов.³⁰

²⁸ Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1. - p.107.

²⁹ <http://www.world-exchanges.com/>

³⁰ Ричард Дж. Тьюлз и др. Фондовый рынок:/ Ричард Дж. Тьюлз, Эдвард С. Бредли, Тэд М. Тьюлз. - М.: Инфра - М, 1997. - с.138.

Большое количество членов является характерной особенностью фондовых бирж, принадлежащих своим членам. По данным Международной Федерации Бирж среднее число членов на таких биржах составляло в 2001 году 521. В отличие от бирж, прошедших процесс коммерциализации, и бирж, акции которых котируются на бирже, среднее количество членов на которых составляет 187 и 476 членов соответственно. Число членов фондовых бирж, отнесенных к категории другие составляет 135, а в среднем по федерации - 345 членов. (см. Приложение. 6.)

Требования, предъявляемые к членам биржи, устанавливаются как законодательством, так и самими биржами. В законах устанавливаются лишь общие требования к членству на бирже, а внутрибиржевые нормативные документы предъявляют дополнительные.

Биржа дает возможность своим членам³¹:

- участвовать в общих собраниях биржи и управлять ее делами;
 - избирать и быть избранными в органы управления и контроля;
 - пользоваться имуществом биржи, имеющейся информацией и любыми услугами, которые она оказывает;
 - торговать в зале биржи как от своего имени и за свой счет, так и от имени и за счет клиента;
 - участвовать в разделе и получении оставшегося после ликвидации биржи имущества
- Обязанности членов биржи:
- соблюдать устав биржи и другие внутрибиржевые нормативные документы;
 - вносить вклады и дополнительные взносы в порядке, размере и способами, предусмотренными уставом и нормативными документами;
 - оказывать бирже содействие в осуществлении ее деятельности.

³¹ Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998. -с.153

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ членами фондовой биржи, являющейся некоммерческим партнерством, могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг. При этом порядок вступления в члены такой фондовой биржи, выхода и исключения из членов фондовой биржи определяется фондовой биржей самостоятельно на основании ее внутренних документов.

В зарубежной практике можно выделить разное отношение к категории членов фондовой биржи. В одних странах отдается предпочтение физическим лицам, например, членами Нью-йоркской фондовой биржи могут быть только физические лица. В Японии наоборот членами фондовой биржи могут быть только юридические лица – брокерско - дилерские фирмы. В некоторых странах не делается различия между физическими и юридическими лицами.³²

В России неравноправное положение участников торгов на фондовой бирже, а также передача права на участие в торгах на фондовой бирже третьими лицами не допускается.³³

В большинстве государств в деятельности бирж разрешается принимать участие иностранным физическим и юридическим лицам. В отдельных странах иностранные лица не могут быть членами биржи. В российском законодательстве вопрос, связанный с иностранными юридическими лицами не затрагивается.

Участниками биржевых торгов являются члены фондовой биржи и лица, имеющие в соответствии с законом и правилами биржевой торговли право участвовать в торгах. Состав и количество участников, схемы их взаимодействия с клиентами могут быть различными и часто зависят от уровня развития биржевой торговли, законодательной базы и сложившихся традиций.

³² Биржевое дело: Учебник для студентов высших учебных заведений/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 2001.-с.111.

³³ Федеральный закон Российской Федерации О рынке ценных бумаг: Принят Государственной Думой 20.03.96г., Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96г. №39-ФЗ (с изменениями от 26 ноября 1998 г., 8 июля 1999 г., 28 декабря 2002г.), ст.12.

В соответствии с Федеральным законом "О рынке ценных бумаг" участниками торгов на российских фондовых биржах могут быть только брокеры, дилеры и управляющие. Иные лица могут совершать операции на фондовой бирже исключительно при посредничестве брокеров, являющихся участниками торгов. Участниками торгов на фондовой бирже, созданной в форме некоммерческого партнерства, могут быть только члены такой биржи. Участниками торгов на фондовой бирже, являющейся акционерным обществом, могут быть профессиональные участники рынка ценных бумаг, допущенные биржей в соответствии с внутренними положениями и правилами к торгам.

ГЛАВА II. УСТРОЙСТВО ФОНДОВОЙ БИРЖИ.

§2.1. ОРГАНЫ УПРАВЛЕНИЯ БИРЖЕЙ.

Для того чтобы фондовая биржа эффективно выполняла поставленные перед ней задачи и функции необходимо сформировать такую организационную структуру, которая могла бы обеспечить ликвидность рынка, достаточное число продавцов и покупателей, необходимый объем торгов, возможность получения участниками торгов объективной и точной информации о ценах, объемах заключенных сделок, и видах финансовых инструментов, торгуемых на бирже.

С организационной точки зрения фондовая биржа представляет собой финансово-посредническое учреждение, с регламентированным режимом работы, где совершаются торговые сделки между продавцами и покупателями фондовых ценностей с участием биржевых посредников по официально закрепленным правилам, которые регламентируются уставом биржи и действующим законодательством.³⁴

Организационная структура биржи должна также обеспечить доверие к ней со стороны членов и участников рынка, т.е. она должна иметь демократически избранные органы управления. Органы управления биржей образуют структуру управления биржей, которая делится на общественную и стационарную.³⁵

Необходимо отметить, что процесс коммерциализации коренным образом меняет организационную структуру фондовой биржи. Данный аспект можно рассмотреть на примере российского законодательства.

Согласно федеральному закону Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» фондовая биржа может быть организована в форме некоммерческого партнерства или в форме акционерного общества. Общественная структура фондовых бирж, созданных в

³⁴ Биржевая деятельность/ Ред. проф. А.Г. Грязновой, проф. Р.В. Корнеевой, проф. В.А. Галанова. М.: «Финансы и статистика», 1995.- с.98.

³⁵ Биржевое дело: Учебник для студентов высших учебных заведений/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 2001.- с.113

форме некоммерческого партнерства и в форме акционерного общества может быть представлена в виде соответствующих схем. (см. Приложение. 7. 8.)

Высшим органом управления фондовой биржи - некоммерческого партнерства, в соответствии с учредительными документами, является общее собрание ее членов. Его основная функция заключается в обеспечении соблюдения некоммерческой организацией целей, в интересах которых она была создана.

К компетенции высшего органа управления некоммерческого партнерства относится решение стратегических вопросов деятельности организации, таких как изменение устава некоммерческой организации, определение приоритетных направлений деятельности некоммерческой организации, принципов формирования и использования имущества; образование исполнительных органов и досрочное прекращение их полномочий, реорганизация и ликвидация некоммерческой организации³⁶ :

Высшим органом управления фондовой биржи, созданной в форме акционерного общества, является общее собрание акционеров. К исключительной компетенции общего собрания акционеров относятся такие основные вопросы деятельности общества, как утверждение устава общества, внесение в него изменений и дополнений, реорганизация и ликвидация общества, определение количественного состава совета директоров, определение количества, номинальной стоимости, категории объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями, увеличение и уменьшение уставного капитала, образование исполнительного органа общества, избрание членов ревизионной комиссии, назначение аудитора и т.д.³⁷.

По закону «Об акционерных обществах» для решения вопросов общего руководства деятельности общества общее собрание акционеров выбирает членов совета директоров

³⁶ Федеральный закон Российской Федерации О некоммерческих организациях: Принят Государственной Думой 08.12.95г. Указом Президента Российской Федерации от 12.01.96г. № 7-ФЗ (с изменениями от 26.11.98г., 08.07.99г., 28.12.02г), ст.29.

³⁷ Федеральный закон Российской Федерации Об акционерных обществах: Принят Государственной Думой 24.11.95г., Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 26.12.95г. №208-ФЗ (с изменениями и дополнениями от 13 июня 1996г., 24 мая 1999г., 7 августа 2001г., 31 октября 2002г.), ст. 48.

или наблюдательного совета. К компетенции совета директоров относится решение таких вопросов, как определение приоритетных направлений деятельности общества, созыв годового и внеочередного общих собраний акционеров, увеличение уставного капитала общества путем размещения обществом дополнительных акций в пределах количества и категорий (типов) объявленных акций, размещение обществом облигаций и иных ценных бумаг, образование исполнительного органа и досрочное прекращение его полномочий.

Главным отличием некоммерческого партнерства от акционерного общества является то, что интересы акционеров в акционерном обществе представляет совет директоров, а интересы членов – общее собрание членов.

В соответствии со статьей 66 ФЗ “Об акционерных обществах” члены коллегиального исполнительного органа общества не могут составлять большинство в совете директоров. Членом совета директоров может быть только физическое лицо, которое может и не быть акционером. Для открытого общества с числом акционеров - владельцев обыкновенных и иных голосующих акций общества более одной тысячи количественный состав совета директоров не может быть менее семи членов, а для общества с числом акционеров более десяти тысяч - менее девяти членов.

Члены совета директоров, в свою очередь, выбирают председателя совета директоров, который организует его работу, созывает заседания совета директоров и председательствует на них, организует на заседаниях ведение протокола, председательствует на общем собрании акционеров.

В соответствии с ФЗ РФ «О некоммерческих организациях» исполнительный орган некоммерческой организации может быть коллегиальным или единоличным. Он осуществляет текущее руководство деятельностью и подотчетен высшему органу управления некоммерческой организацией. Обычно исполнительным органом биржи – некоммерческого партнерства является биржевой совет.

Как правило, на биржевой совет возлагаются такие функции как, заслушивание и оценка отчетов правления; внесение изменений в правила торговли на бирже; подготовка решений общего собрания членов биржи; установление размеров всех взносов, выплат, денежных и комиссионных сборов; подготовка решения о приеме или исключении членов биржи; руководство биржевыми торгами; распоряжение имуществом биржи; наем и увольнение персонала биржи.³⁸

Руководство текущей деятельностью фондовой биржи - акционерного общества осуществляется либо единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором), либо совместно единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) и коллегиальным исполнительным органом общества (правлением, дирекцией). Исполнительные органы подотчетны совету директоров и общему собранию акционеров. Законодательно закреплено, что единоличный исполнительный орган общества (директор, генеральный директор) без доверенности действует от имени общества: представляет его интересы, совершает сделки от имени общества, утверждает штаты, издает приказы и дает указания, обязательные для исполнения всеми работниками общества.

Коллегиальный исполнительный орган общества (правление, дирекция) действует на основании устава общества, а также утверждаемого советом директоров внутреннего документа общества (положения, регламента), в котором устанавливаются сроки и порядок созыва и проведения его заседаний, а также порядок принятия решений.³⁹

Оперативное руководство биржей, организованной в форме некоммерческого партнерства, и представление ее интересов в организациях и учреждениях осуществляет Прав

³⁸ Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998., - с.136.

³⁹ Федеральный закон Российской Федерации Об акционерных обществах: Принят Государственной Думой 24.11.95г., Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 26.12.95г. №208-ФЗ (с изменениями и дополнениями от 13 июня 1996г., 24 мая 1999г., 7 августа 2001г., 31 октября 2002г.), ст. 70.

ление фондовой биржи, сформированное из членов Биржевого совета.⁴⁰

В обществе с числом акционеров - владельцев голосующих акций общества более ста - создается счетная комиссия, количественный и персональный состав которой утверждается общим собранием акционеров по предложению совета директоров общества. В составе счетной комиссии не может быть менее трех человек. В счетную комиссию не могут входить члены совета директоров, члены ревизионной комиссии общества, члены коллегиального исполнительного органа общества, единоличный исполнительный орган общества, а равно управляющая организация или управляющий, а также лица, выдвигаемые кандидатами на эти должности.

Согласно статье 56 ФЗ “Об акционерных обществах” счетная комиссия определяет кворум общего собрания акционеров, разъясняет вопросы, возникающие в связи с реализацией акционерами права голоса на общем собрании, разъясняет порядок голосования по вопросам, выносимым на голосование, обеспечивает установленный порядок голосования и права акционеров на участие в голосовании, подсчитывает голоса и подводит итоги голосования, составляет протокол об итогах голосования, передает в архив бюллетени для голосования.

Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью биржи осуществляет ревизионная комиссия. Ревизионная комиссия в праве оценить правомочность решений, принимаемых органами управления биржи. Ревизионная комиссия проводит документальную проверку финансово-хозяйственной деятельности биржи, ее торговых, расчетных, валютных и других операций. Кроме того, ревизионная комиссия проверяет соблюдение биржей и ее органами законодательных актов и инструкций, а также решений общих собраний членов биржи; состояние кассы и фондов биржи;⁴¹

⁴⁰ Биржевое дело: Учебник для студентов высших учебных заведений/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 2001. – с.115.

⁴¹ Биржевая деятельность/ Ред. проф. А.Г. Грязновой, проф. Р.В. Корнеевой, проф. В.А. Галанова. М.: «Финансы и статистика», 1995. – с.43.

Ревизионная комиссия проводит проверки деятельности фондовой биржи не реже одного раза в год. Члены ревизионной комиссии вправе потребовать от должностных лиц биржи представления всех необходимых документов и личных объяснений.

При отсутствии аудиторов ревизионная группа составляет заключение по годовым отчетам и балансам, на основании которого они утверждаются общим собранием биржи. Члены ревизионной комиссии обязаны потребовать созыва чрезвычайного собрания членов биржи, если возникла серьезная угроза интересам биржи.

Стационарная структура фондовой биржи необходима для ведения хозяйственной биржевой деятельности и определяется ей. От того, насколько умело осуществляют свою работу подразделения, составляющие стационарную структуру, во многом зависит эффективность работы биржи. Стационарная структура биржи представлена исполнительными (функциональными) и специализированными подразделениями. (см. Приложение. 9.)

Исполнительные (функциональные) подразделения – это аппарат биржи, занимающийся подготовкой и проведением биржевого торга. Их количество зависит от глубины биржевого рынка. Обязательными являются такие подразделения, как: отдел по организации торговли, информационный отдел, отдел листинга, регистрационное бюро, бюро по программному обеспечению, аналитический отдел, служба безопасности.⁴²

Регистрационное бюро обеспечивает регистрацию биржевых посредников, ведение учета реквизитов и кадрового состава биржевых посредников, осуществляет выдачу паролей биржевым посредникам, осуществляет аккредитацию брокеров. Отдел регистрации вправе лишить аккредитации нарушителя правил биржи.⁴³

Отдел по организации торговли обычно осуществляет разработку проектов документов, регламентирующих биржевую торговлю; определение перспективных направлений

⁴² Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998.-с138.

⁴³ Биржевое дело:Учебник для студентов высших учебных заведений/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 2001.-с.117.

развития биржевой торговли, введение новых секций, определение инструментов, представляющих интерес для участников торгов; разработку рекомендаций по совершенствованию биржевой компьютерной системы, требований к профессиональной подготовке профессиональных участников, установление контактов с эмитентами, привлечение их ценных бумаг к обращению; разработку стратегий по повышению ликвидности ценных бумаг на биржевых торгах, по процедурам, проводимым в случае возникновения во время торгов чрезвычайных ситуаций.⁴⁴

Аналитический отдел разрабатывает методы анализа биржевой деятельности, собирает и обрабатывает биржевую информацию, занимается подготовкой аналитических материалов для средств массовой информации.⁴⁵

Отдел листинга решает вопросы о листинге и делистинге ценных бумаг и может осуществлять следующие функции⁴⁶:

- ❖ рассмотрение заявлений о включении ценных бумаг в котировальные листы биржи;
- ❖ определение состава и форм представления данных и документов о включении ценных бумаг в котировальные листы;
- ❖ проведение экспертизы представленных документов;
- ❖ принятие решения о включении ценных бумаг в котировальные листы биржи;
- ❖ принятие решения об исключении ценных бумаг из котировального листа биржи;
- ❖ уведомление заявителя, эмитента и участников биржевых торгов о включении и исключении ценных бумаг из котировального листа фондовой биржи;
- ❖ работа с эмитентами, регистраторами и иными лицами в целях получения информации об эмитентах и ценных бумагах, обращающихся на бирже.

Информационный отдел занимается распространением биржевой информации. Биржа сообщает каждому заинтересованному лицу о дате и времени заключения сделок, на

⁴⁴ <http://www.mse.ru/>

⁴⁵ Биржевое дело: Учебник для студентов высших учебных заведений / В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова. - М.: Финансы и статистика, 2001. - с.117.

именовании ценных бумаг являющихся предметом сделки, цене одной ценной бумаги и количестве проданных (купленных) акций.

Служба безопасности – это служба обеспечивающая поддержания порядка и сохранность имущества в помещениях биржи, а так же соблюдение пропускного режима на территорию фондовой биржи.

Специализированные подразделения – это комиссии биржи (арбитражная, котировальная, по приему в члены биржи, по правилам биржевой торговли и биржевой этике) и ее коммерческие организации, такие, как расчетная палата, депозитарий.

Котировальная комиссия организует учет различных видов цен при заключении биржевых сделок. На их основе определяются котировальные цены, которые публикуются в биржевых бюллетенях. Обязанностями котировальной комиссии являются наблюдение за своевременным представлением участниками торгового процесса полных и объективных сведений; определение списка котируемых ценных бумаг и других финансовых инструментов; предоставление данных о ценах и тенденциях их движения; устанавливает цены при возникновении споров совместно с арбитражной комиссией.⁴⁷

Арбитражная комиссия занимается разрешением споров возникающих между продавцами и покупателями ценных бумаг. Она является своего рода согласительной комиссией, т.к. не наделена правом принимать решения. В случае, если какая-либо из сторон не удовлетворена итогами разбирательства арбитражной комиссии, то дело может быть передано в судебные инстанции.

Важным подразделением стационарной структуры является расчетная палата. Ее функции заключаются в оперативном и точном проведении расчетов по биржевым сделкам, в регулировании и формализации процедуры платежа.⁴⁸

⁴⁶ <http://www.mse.ru/>

⁴⁷ Биржевое дело: Учебник для студентов высших учебных заведений/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 2001.-с.118.

⁴⁸ Биржевая деятельность/ Ред. проф. А.Г. Грязновой, проф. Р.В. Корнеевой, проф. В.А. Галанова. М.: «Финансы и статистика», 1995. – с.45.

§2.2. ОРГАНИЗАЦИЯ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ.

Организация биржевой торговли в ходе биржевой сессии оказывает значительное влияние на стабильность и ликвидность биржевого рынка. В мире существуют две основные рыночные структуры для торговли ценными бумагами: агентский рынок и дилерский рынок. (см. Приложение. 10.) Основная черта первого заключается в том, что инвесторы, через брокеров, могут заключать сделки друг с другом напрямую, без посредничества дилеров. Брокер в этом случае является агентом клиента, который старается на наиболее выгодных условиях исполнить его заявку, найдя контрагента по сделке, интересы которого на бирже представляет другой брокер. Если сделка и со стороны продавца и со стороны клиента будет заключена от имени клиента и за его счет, то брокер является лишь представителем – агентом, поэтому рынок, представляющий совокупность этих сделок называется агентским.⁴⁹ По правилам аукциона дилеры, такие как специалисты, играют второстепенную роль. Специалист дополняет, а не подменяет прямое взаимодействие потоков ордеров, идущих от продавцов и покупателей.⁵⁰

В отличие от брокера дилер выступает противоположной стороной рынка, т.е. покупает и продает ценные бумаги от своего лица и за свой счет. Совокупность сделок, в которых одним из контрагентов выступает дилер, называется дилерским рынком.

Биржи представляют собой, как правило, агентские рынки, а примером дилерского рынка могут быть внебиржевые рынки, такие как NASDAQ. Хотя некоторые фондовые биржи, например Лондонская фондовая биржа, Российская торговая система, представляют собой дилерский рынок. Что касается Лондонской фондовой биржи, то до "Большого взрыва" она представляла собой систему конкурирующих друг с другом дилеров (или джобберов). В последствие биржа упразднила различия между брокерами на полу и диле

⁴⁹ Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.; Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998.-352с.

⁵⁰ Основы государственного регулирования финансового рынка: Алан Рот, Александр Захаров, Яков Миркин, Ричард Бернанд, Петр Баренбойм, Бруксли Борн. – М.: ЗАО «Юридический Дом «Юстицинформ»», 2002.- с.271

рами, однако, она по прежнему остается системой конкурирующих дилеров. Это подтверждается и тем, что, несмотря на ввод системы автоматизированной биржевой котировки SEAQ, Лондонская фондовая биржа не переключилась на компьютерную торговлю. Терминалы SEAQ всего лишь распространяют информацию о курсах акций. Их введение не автоматизировало сам процесс торговли, и большая часть сделок заключается по телефону.⁵¹

Сочетание рыночной структуры и формы организации биржевой торговли составляет основу биржевого механизма и определяет фундаментальные особенности биржевой торговли на каждой из бирж мира.⁵²

Формы организации биржевой торговли зависят в основном от состояния фондового рынка, его глубины, ширины и уровня сопротивляемости. Их классификация приведена на рисунке Приложения. 11..

При небольшом объеме спроса или предложения торговля организуется в форме простого аукциона. Такой тип аукциона организовывается либо продавцом, который получает предложения покупателей (аукцион продавца), либо покупателем (аукцион покупателя, ищущего наиболее выгодное предложение от продавцов.)

Простой аукцион может осуществляться по типу английского аукциона. Продавцы до начала аукциона подают заявки на продажу фондовых ценностей по начальной цене. Они сводятся в котировочных бюллетенях, которые раздаются участникам биржевого торга. В ходе аукциона, если есть конкуренция покупателей, то цена может последовательно повышаться, пока не остается один покупатель, которому и продаются ценные бумаги по самой высокой цене.

⁵¹ Основы государственного регулирования финансового рынка: Алан Рот, Александр Захаров, Яков Миркин, Ричард Бернанд, Петр Баренбойм, Бруксли Борн. – М.: ЗАО «Юридический Дом «Юстицинформ»», 2002.- с.272

⁵² Биржевая деятельность/ Ред. проф. А.Г. Грязновой, проф. Р.В. Корнеевой, проф. В.А. Галанова. М.: «Финансы и статистика», 1995. – с.126.

Простой аукцион может также проходить по типу голландского аукциона. Начальная цена устанавливается продавцом на довольно высоком уровне. Затем ведущий торги последовательно предлагает все более низкие ставки, пока одна из них не принимается. Ценные бумаги продаются тому покупателю, которого первого устраивает предложение.

Еще один тип проведения простого аукциона – аукцион в темную. Все покупатели предлагают свои ставки одновременно, и ценные бумаги получает тот, кто сделал самое высокое предложение.

Простой аукцион предполагает конкуренцию либо продавцов, либо покупателей.

При достаточной глубине и ширине фондового рынка наиболее эффективной оказывается система двойного аукциона, который наиболее полно соответствует природе фондового рынка. Двойной аукцион имеет две формы проведения: онкольный рынок и непрерывный аукцион. Выбор формы двойного аукциона предопределяется ликвидностью рынка ценных бумаг. На ликвидном рынке непрерывный аукцион является более привлекательной формой организации. Чем менее ликвиден рынок, тем наиболее эффективно осуществляется онкольная форма двойного аукциона.

С точки зрения техники проведения аукцион может быть голосовым или устным. “Аукцион выкриков” зародился в 1790г. Федеральное правительство США выпустило облигации для рефинансирования своего долга, связанного с войной за независимость. Облигации вызвали большой интерес у спекулянтов, и вскоре неформальная торговля в кофейнях уступила место регулярным аукционам, проводимым в полдень на Уолл-Стрит. Аукционер выкрикивал одно за другим название ценных бумаг. Другие участники после выкрика объявляли цену, по которой они готовы купить или продать эти ценные бумаги.⁵³

Из этого следует, что онкольному аукциону соответствует такая временная конфигурация как залповый аукцион, при котором заказы вводятся либо устно, либо письменно, либо организация торгов осуществляется полуписьменно, полуустно. При устном вводе

⁵³ Биржевая деятельность/ Ред. проф. А.Г. Грязновой, проф. Р.В. Корнеевой, проф. В.А. Галанова. М.: «Финансы и статистика», 1995. – с.121.

уполномоченный биржи ведет аукцион по каждому выпуску от цены последней сделки вчерашнего дня. По мере поступления заявок он увеличивает или уменьшает цену, пока не наступает наибольший баланс спроса и предложения, что обеспечивает максимальный оборот. Брокер может изменить свой первоначальный заказ. При таком типе торга неукоснительно соблюдается паритет цены, а при прочих равных условиях – паритет объема.⁵⁴

Таким образом, каждый "залп" очищает рынок от наибольшего количества заказов. При ликвидном рынке "залпы" осуществляются несколько раз в течение биржевого дня.

Частые залпы свидетельствуют о наличии постоянного спроса и предложения на ценные бумаги, о ликвидности рынка, что позволяет перейти к непрерывному аукциону. Он в свою очередь имеет три вида⁵⁵:

Первый – использование книги заказов, в которую заносятся устно передаваемые брокерами заявки. Затем уполномоченный биржи исполняет их, сличая объемы и цены по мере их поступления. Таким образом, происходит соединение заказов.

Второй вид – табло, на котором указывается наилучшая пара цен на каждый выпуск. Поступившие заявки группируются и определяется цена по каждому виду ценных бумаг. Эти цены выводятся на табло или экран рабочего места брокера. Они служат основой для корректировки собственных заявок и построения стратегии игры в процессе биржевого торга. После анализа ситуации брокеры сами вводят цены на табло. Приоритет времени играет определяющую роль, поэтому заказы размещаются в хронологическом порядке.

Третий вид непрерывного аукциона – это толпа. Трейдеры собираются вокруг клерка, который лишь объявляет поступающий в торговлю выпуск, а затем сами проводят торг: выкрикивают котировки, отыскивая контрагента. Сделки в "толпе" заключаются по разным ценам, причем один покупатель может заключить сделку с разными продавцами,

⁵⁴ Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998.- с.190

не пытаюсь определить некую общую цену. Торговлю "толпы" трудно представить на больших биржах.

Из вышесказанного можно сделать следующий вывод, "залповый аукцион" способствует установлению единой справедливой цены, в то время как на непрерывном аукционе она колеблется от сделки к сделке.

На фондовой бирже ведется торговля ценными бумагами и другими финансовыми инструментами. Ни одна компания не обязана изначально вносить свои ценные бумаги в те или иные биржевые листы. Тем не менее, биржевая торговля так выгодна, что большинство из них стремятся разместить свои ценные бумаги на бирже. Еще одним преимуществом допуска ценных бумаг к торговле на бирже является повышенный уровень ликвидности этих самых бумаг. Такое явление имеет название маркетабельность, т.е. компании, внесенные в котировальные листы, получают большую известность и популярность среди инвесторов.⁵⁶ Поэтому биржи устанавливают требования для компаний эмитентов, желающих включить свои бумаги в биржевой список, и на каждой бирже существует своя система допуска ценных бумаг к котировке.

Установление правил допуска ценных бумаг на фондовые биржи имеет ряд определенных целей.

Первой и важной целью является обеспечение адекватного интереса к торговым операциям с конкретной ценной бумагой, т.к. если нет заинтересованности в покупке или продаже ценной бумаги, то и нет рынка, а следовательно, биржа не получает никакой финансовой выгоды от допуска данной конкретной бумаги. Поэтому правила допуска обычно включают ряд условий, связанных с общим числом выпущенных акций, количеством

⁵⁵ Биржевая деятельность/ Ред. проф. А.Г. Грязновой, проф. Р.В. Корнеевой, проф. В.А. Галанова. М.: «Финансы и статистика», 1995. – с.122.

⁵⁶Ценные бумаги: Учебник для студ.экон.специальностей вузов/В.И. Колесников, В.С. Торкановский, Л.С. Тарасевич и др.; Под редакцией В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. - М.:Финансы и статистика,2001. – с.144.

держателей ценных бумаг, их географическим распределением, рыночной капитализацией и средним месячным объемом торгов на биржевом рынке или другой фондовой бирже.⁵⁷

Необходимо отметить, что биржи обычно взимают комиссию за листинг (первоначальный взнос и ежегодную комиссию), которая является одним из основных источников доходов фондовых бирж, поэтому обеспечение выполнения первой цели является столь актуальным. По данным Международной Федерации Бирж в 2001 году доходы от листинга составили: для бирж, частных компаний, находящихся в собственности своих членов – 22,3%, для бирж, прошедших процесс коммерциализации – 10,8%, для бирж, акции которых имеют листинг на бирже – 9,5%, для бирж, входящих в категорию другие – 46,4, в общем объеме доходов фондовых бирж, членов Федерации. (см. Приложение. 16.)

Вторая цель установления правил допуска, заключается в обеспечении жизнеспособности компании. Фондовые бирж хотят, чтобы массовые инвесторы доверяли производимому биржей отбору компаний. На решение этой задачи направлены такие требования, как прибыльность эмитента в течение последних двух – трех лет, проявление к ней общенационального интереса, перспективность сохранения компанией своей ниши.

Инвестор, покупающий ценную бумагу, включенную в котировальные листы биржи, может регулярно получать достоверную и своевременную информацию об эмитенте, оценивать перспективы экономического развития эмитента и качество его ценных бумаг, резервировать эти ценные бумаги под обеспечение. Однако биржа не гарантирует инвестору стабильную доходность инвестиций по ценным бумагам компании, прошедшим листинг.⁵⁸

Третья цель - повышение доверия инвесторов к самому рынку. Для этого большинство бирж включает в свои правила листинга положения, направленные на защиту миноритарных акционеров, которые учитывают такие существенные вопросы как конфликты

⁵⁷ Основы государственного регулирования финансового рынка: Алан Рот, Александр Захаров, Яков Миркин, Ричард Бернанд, Петр Баренбойм, Бруксли Борн. – М.: ЗАО «Юридический Дом «Юстицинформ»», 2002.-с.266.

⁵⁸ Биржевое дело: Учебник для студентов высших учебных заведений/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 2001.- с.133.

интересов, права голоса, существующие у акционеров условия, условия и порядок голосования, наличие пирамидальной структуры контроля.⁵⁹

Что же касается конкретных фондовых бирж, то правила допуска на каждой из них имеют свои определенные особенности. (см. Приложение. 12.)

Процедура листинга на фондовой бирже должна обеспечивать⁶⁰:

- ❖ создание равных возможностей для участников торговли при получении информации, которая должна раскрываться в соответствии с правилами листинга и делистинга;
- ❖ своевременное исключение из списка ценных бумаг, прошедших листинг, но утративших соответствие установленным требованиям;
- ❖ необходимые меры, предотвращающие манипулирование ценами.

Режим, регулирующий допуск ценных бумаг к котировке, в совокупности с порядком проведения операций с фондовыми ценностями, образует сердцевину биржевого механизма. Процесс обращения фондовых ценностей на всех официально зарегистрированных биржах может осуществляться с ценными бумагами, которые прошли листинг. Факт появления конкретных ценных бумаг в биржевых списках означает разрешение на участие их в торгах и дает им привилегии, которыми обладает любая ценная бумага, уже задействованная в обороте.

Листинг – это система поддержки рынка, которая создает благоприятные условия для организованного рынка, позволяет выявить наиболее надежные и качественные ценные бумаги и способствует повышению их ликвидности.⁶¹

С целью защиты интересов инвесторов фондовая биржа может временно или навсегда исключить ценные бумаги из листинга.

⁵⁹Основы государственного регулирования финансового рынка: Алан Рот, Александр Захаров, Яков Миркин, Ричард Бернанд, Петр Баренбойм, Бруксли Борн. – М.: ЗАО «Юридический Дом «Юстицинформ»», 2002. - с.268.

⁶⁰ Биржевое дело: Учебник для студентов высших учебных заведений/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 2001.- с.134.

⁶¹ Биржевая деятельность/ Ред. проф. А.Г. Грязновой, проф. Р.В. Корнеевой, проф. В.А. Галанова. М.: «Финансы и статистика», 1995. – с.116.

Исключение из биржевого списка – делистинг - может последовать в следующих случаях, если⁶²:

- эмитент объявлен банкротом или его финансовое состояние неудовлетворительно;
- публичное размещение акций достигает неприемлемо малых масштабов или имеется иное несоответствие минимальным требованиям листинга;
- компании-эмитенты в письменном виде подают заявление об исключении их ценных бумаг из числа котирующихся;
- ценные бумаги эмитента отозваны для обмена на новые или погашения при дроблении, а также слиянии;
- нарушается соглашение о листинге;
- компанией-эмитентом не представлен годовой отчет или другая информация.

Как и на европейских континентальных биржах, в России различают понятия "листинг" и "допуск к торговле". На российских биржах введены правила близкие к европейским. И эти требования достаточно высоки, хотя общее количество эмитентов, представленных на российских биржах достаточно невелико.⁶³ (см. Приложение. 12.)

По российскому законодательству к торгам на фондовой бирже могут быть допущены соответствующие требованиям законодательства Российской Федерации эмиссионные ценные бумаги, а также иные ценные бумаги, в том числе инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов в процессе их выдачи и обращения.

Понятия листинга, делистинга определены в статье 2, Федерального закона Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» Под листингом понимается включение ценных бумаг в котируемый список. Под делистингом - исключение ценных бумаг из котируемого списка.

⁶² Ценные бумаги: Учебник для студ. экон. специальностей вузов/В.И. Колесников, В.С. Торкановский, Л.С. Тарасевич и др.; Под редакцией В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. - М.: Финансы и статистика, 2001. - С. 146.

⁶³ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – с. 115.

Листинг эмиссионных ценных бумаг осуществляется фондовой биржей на основании договора с эмитентом ценных бумаг, а листинг инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда - на основании договора с управляющей компанией этого паевого инвестиционного фонда. В котировальные списки могут включаться только ценные бумаги, соответствующие требованиям законодательства Российской Федерации и нормативно-правовым актам ФКЦБ. При этом фондовая биржа вправе устанавливать дополнительные требования к ценным бумагам, включаемым в котировальные списки. Ценные бумаги могут быть допущены к торгам на фондовой бирже без прохождения процедуры листинга, в соответствии с правилами допуска к торгам без прохождения процедуры листинга.⁶⁴

Практически на всех российских биржах процедура листинга начинается с подачи эмитентом, управляющей компанией (для включения в котировальный лист "А", для котировального листа "Б" заявители те же, плюс вопрос о включении ценной бумаги в котировальный лист может быть рассмотрен по инициативе биржи) заявления о включении ценной бумаги в котировальный лист с приложением ряда нотариально заверенных документов, указанных в правилах допуска к обращению ценных бумаг данной биржи. Оно представляется на фирменном бланке, имеет печать и подписи руководителя, сведения о регистрируемом выпуске ценных бумаг, наименование, номер выпуска, номинал, гарантию достоверности представляемых в отдел листинга документов, а также уведомление о согласии с существующими правилами допуска к котировке. Как правило, также представляются учредительные документы, справка об уплаченном уставном фонде, копии проекта эмиссии. Биржа оставляет за собой право требовать от эмитента предоставления других документов и информации, необходимой для проведения экспертной оценки и допуска ценных бумаг к котировке. В течение десяти рабочих дней с момента получения биржей документов, биржа рассматривает заявление. В случае согласия биржи на рас

⁶⁴ Федеральный закон Российской Федерации О рынке ценных бумаг: Принят Государственной Думой 20.03.96г., Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96г. №39-ФЗ (с изменениями от 26 ноября 1998 г., 8 июля 1999 г., 28 декабря 2002г.), ст.14

смотрение вопроса о листинге ценных бумаг между биржей и заявителем заключается договор на проведение экспертизы ценной бумаги, определяющий условия проведения экспертизы, в том числе размер вознаграждения, уплачиваемого заявителем бирже за проведение данной экспертизы. В случае отказа заявителю направляется официальное уведомление.

Срок рассмотрения заявки обычно не превышает один месяц. Решение о внесении в биржевой список принимают последовательно три инстанции: отдел листинга, затем комиссия по допуску ценных бумаг, и биржевой совет. В случае принятия биржевым советом решения о включении ценной бумаги в котировальный лист соответствующей категории между заявителем и биржей заключается договор о включении и поддержании ценных бумаг в котировальном листе. Ценная бумага признается прошедшей листинг после прохождения процедуры экспертизы, принятия решения о включении ценной бумаги в котировальный лист соответствующей категории, направления об этом уведомления заявителю и заключения договора о листинге между биржей и заявителем. После включения ценных бумаг в котировальный лист «А» первого или второго уровня проводится официальная презентация ценных бумаг и компании эмитента.⁶⁵

Биржа ежеквартально по всем ценным бумагам, находящимся в листинге, проводит процедуру поддержания ценных бумаг в котировальных листах. В случае несоответствия ценной бумаги и ее эмитента требованиям правил допуска к обращению ценных бумаг, комитет по листингу на основании экспертной оценки решает вопрос об изменении уровня котировального листа или о делистинге ценной бумаги.

Процедура листинга – это единовременный акт, а определение цены и курса ценной бумаги – это постоянно возобновляемая в процессе аукциона операция.

⁶⁵ по материалам сайтов <http://www.micex.ru/>; <http://www.rts.ru/>; <http://www.mse.ru/>

Котировка ценной бумаги – это механизм выявления цены, ее фиксация в течение каждого дня работы биржи и публикация в биржевых бюллетенях.⁶⁶

Биржа лишь выявляет цену, способствует ее формированию, т.к. концентрирует спрос и предложение на покупку и продажу ценных бумаг. Цена, по которой осуществляется сделка, называется курсом. При этом залповый аукцион позволяет выявить единую цену, которая будет существовать до следующего "залпа", а непрерывный - соотношение между текущим спросом и предложением. Биржевое законодательство, как правило, не фиксирует порядок определения биржевого курса ценных бумаг. Однако, в зависимости от принципов, положенных в основу котировки различают: метод единого курса, основанный на установлении единой цены и регистрационный метод, базирующийся на регистрации фактических цен сделок.

На биржах, где применяется метод единой биржевой цены, котировка строится на основе устранения субъективной оценки положения рынка со стороны лиц производящих котировку. (Пример расчета единой цены см. Приложение. 13.)

При установлении курса необходимо следовать определенным правилам⁶⁷:

- биржевой курс устанавливается на уровне, который обеспечивает наибольшее количество сделок;
- заявки "продать по любому курсу", "купить по любому курсу" осуществляются при появлении первого предложения цены.
- совершение заявок, содержащих максимальные цены при покупке и минимальные при продаже;
- заявки, в которых указываются цены, приближающиеся к максимальным при покупке, и минимальным при продаже, могут реализовываться частично;

⁶⁶ Биржевая деятельность/ Ред. проф. А.Г. Грязновой, проф. Р.В. Корнеевой, проф. В.А. Галанова. М.: «Финансы и статистика», 1995. – с.128.

⁶⁷ Ценные бумаги: Учебник для студ.экон.специальностей вузов/В.И. Колесников, В.С. Торкановский, Л.С. Тарасевич и др.; Под редакцией В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. - М.:Финансы и статистика,2001. – с.146.

➤ заявки, где указаны цены ниже искомого уровня при покупке или выше при продаже, не реализуются.

При установлении биржевой цены по методу единого курса дополнительной обработки и подготовки для печати в средствах массовой информации не требуется. Следует рассчитывать только движение цены по сравнению с предыдущими торгами.

Простому и непрерывному аукциону соответствует котировка по регистрационному методу. В биржевом бюллетене отмечаются действительные цены сделок, заключенные в течение биржевого дня. В этом случае котировка заключается в регистрации фактических цен, но это не просто механическое фиксирование курсов торгуемых ценных бумаг, котировка воспроизводит только показательные для оборота цены.

В биржевых бюллетенях регистрируются только те цены, которые наиболее полно характеризуют динамику цен в процессе биржевого дня. Предельные цены берутся в вертикальном и горизонтальном разрезах: высшая и низшая в течение биржевого дня, начальная и цена последней сделки. Превышение курса акции называется ланжем или ажио, отклонение курса вниз от номинала дизажио. При автоматизированной системе торгов, сделки заключаются автоматически, а цена исполнения сделки высвечивается на тикере – биржевом аппарате, передающем котировки ценных бумаг.

В процессе биржевого торга осуществляется исполнение заявок.

Процесс внесения приказов на покупку и продажу предусматривает два этапа⁶⁸:

⇒ Получение приказа брокером от клиента. Эти взаимоотношения регулируются заключенным между ними договором.

⇒ Введение брокером заявки в биржевой торг. На биржевом рынке оформление заявок формализовано и имеет определенные стандарты. Имеющийся спрос оформляется поручением на покупку, а предложение – заявкой на продажу ценных бумаг.

⁶⁸ Биржевое дело: Учебник для студентов высших учебных заведений/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 2001. – с.137.

Инвестор имеет возможность дать разнообразные поручения своему брокеру по заключению сделок с ценными бумагами, котирующимися на бирже. Обязанность брокера заключается в том, что он должен выполнить все указания, содержащиеся в торговом поручении на условиях наилучшей цены. Инвестор может поручить брокеру не только купить или продать какие-либо ценные бумаги, но и установить условия при которых должна состояться сделка.

Текст заявки должен содержать следующую информацию:

- вид торгового поручения – заявка на покупку или заявка на продажу;
- номер договора, код брокера, вид ценной бумаги, ее точное наименование, при наличии –серию, категорию, год выпуска
- объем заявки. В заявке может быть указан либо лот (lot round), либо партия ценных бумаг, являющихся единицей сделки, обычно 100 акций или неполный лот (odd lot), либо любое количество акций, меньшее единицы сделки, или нестандартная партия ценных бумаг.
- срок исполнения заявки, условия переноса и продления срока, тип сделки;
- уровень цены.

По времени действия торгового поручения приказы можно разделить на:

- действующие один день;
- действующие одну неделю;
- действующие до момента исполнения или истечения его срока – открытый приказ.

Обычно ежемесячно или ежеквартально подтверждается клиентом.

- действующие по открытию или закрытию. При открытии (рыночный или лимитированный ордер) – первая сделка с акцией (необходимо поймать движение акций при открытии), при закрытии (рыночный или лимитированный ордер) – последняя сделка с акцией (необходимо поймать движение акций при закрытии).

В зависимости от уровня цены приказы можно классифицировать следующим образом⁶⁹:

Рыночные приказы – это приказ купить либо продать ценные бумаги по наилучшей цене, когда приказ достигнет пола. Такие приказы должны быть исполнены немедленно.

Лимитные приказы – в них оговаривается предельная цена покупки или продажи (купить не дороже, продать не дешевле) и количество ценных бумаг. Если приказ не удается исполнить сразу, то его размещают в книге лимитных ордеров (двойной непрерывный аукцион), либо в книге онкольного аукциона, где он находится до прихода противоположного приказа, с которым можно осуществить мэтчинг.

Стоп-приказы – это приказ предусматривающий исполнение при достижении ценой какого – либо порогового значения (купить/продать, если цена достигнет определенного уровня).

Стоп-лимитные-приказы – приказ начать покупать в определенном ценовом интервале.

После получения заявок от своих клиентов брокер осуществляет регистрацию торговых поручений и вводит их в биржевой торг.

По результатам исследования Международной Федерации Бирж, проведенного среди 42 бирж, наибольшее распространение имеют лимитные приказы (используются на всех биржах), рыночные приказы (используются на 88% бирж), приказы Odd lot (представлены на половине исследуемых бирж), стоп приказы (используют 36% биржами), приказы, действующие по закрытию (26%).⁷⁰

§2.3. КОМПЬЮТЕРИЗАЦИЯ БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ.

Автоматизация торговли ценными бумагами и внедрение на фондовых биржах компьютерных систем стали одними из важнейших факторов развития индустрии фондовых

⁶⁹ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – с.128.

⁷⁰ <http://www.world-exchanges.com/>

бирж в последнее десятилетие. Многие биржи уже полностью перешли на электронную торговлю, на других еще сохраняется система “открытого выкрика”. К последним относится крупнейшая в мире Нью-Йоркская фондовая биржа. Однако, необходимо отметить, что оставаясь самой консервативной в отношении технологий заключения сделок, биржа постоянно применяет передовые информационных технологии в сфере передачи приказов на биржу, урегулирования расчетов, распространения информации. Например, доступ к торговой системе SuperDOT, позволяющий следить за ходом торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже, вводить и исполнять ордера, возможен с любого персонального компьютера.⁷¹

Компьютеризация в первую очередь затронула систему расчетов и клиринга, которая в настоящее время не мыслима без использования компьютерных технологий, затем настала очередь внедрения компьютеров в процедуру подачи заявок и непосредственно в торговлю. В настоящее время многие молодые биржи на формирующихся рынках с самого начала создаются на базе электронных торговых систем.⁷²

Одним из преимуществ электронной торговли является то, что она позволяет повысить ликвидность фондового рынка, путем привлечения большего количества участников биржевых торгов, проведения большего количества сделок с большим количеством финансовых инструментов. Что в свою очередь приводит к увеличению объема торгов. Следовательно, к достоинствам компьютеризованной торговли относится то, что она прекрасно подготовлена к большим объемам торговли. А при расширении рынка увеличить ее мощность значительно проще и дешевле. Другим преимуществом является возможность привлечения к торговле на бирже индивидуальных инвесторов, чему так же способствует развитие систем удаленного доступа. Применение компьютерных технологий позволяет увеличить скорость расчетов и исполнения сделок, обеспечивать высокую надеж

⁷¹ Соломатин Е. Приоритетные технологии на фондовом рынке // Банковские технологии – 1999. -№10.- с.18.

⁷² Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – с.128.

ность сделки, устанавливать цены, отслеживать попытки манипулирования на биржевом рынке.⁷³

Компьютерные системы биржевой торговли отличаются видами приказов, которые могут вводиться в торговую систему, степенью автоматизации механизма установления цены, степенью автоматизации механизма подачи приказов и объемом информации, которая выдается системой. И практически каждая фондовая биржа имеет свою систему торговли.

Анализируя зарубежную практику можно сделать вывод, что обычно электронная торговая система может представлять собой один из трех модулей, либо их совокупность⁷⁴:

- мэтчинг (автоматическая система сверки и подбора контрагента)
- акцепт
- отчетность.

Алгоритм исполнения приказов в торговой системе представляет собой набор правил, которые определяют последовательность ранжирования поступивших для исполнения заявок. Обычно главным приоритетом выступает цена. Заявки с более высокими ценами на покупку и более высокими ценами на продажу удовлетворяются раньше, чем, соответственно, менее высокими и менее низкими. После использования первичного критерия обычно используются вторичные (время поступления, объем заявки и т.д.)⁷⁵

При вводе приказа в системе “мэтчинг” брокер должен ввести информацию о коде ценной бумаги, характере сделки (покупка или продажа), цене и количестве ценных бумаг. Электронная система автоматически фиксирует время ввода приказа и присваивает ему соответствующий номер. Как правило, заявка не принимается к исполнению, если она

⁷³ Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998.- с.197.

⁷⁴ Биржевое дело:Учебник для студентов высших учебных заведений/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская эконо-мическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 2001.- с.178.

не обеспечена предварительно внесенными денежными средствами, необходимыми для исполнения приказа на покупку или ценными бумагами в случае приказа на продажу. После включения в систему электронных торгов приказ автоматически проверяется на наличие допустимых встречных приказов. Встречный приказ – это приказ, поданный на продажу/покупку одной и той же ценной бумаги. Допустимыми встречными приказами называются те, в которых цена на продажу не выше указанной в приказе цены на покупку и соответственно цена на покупку не ниже указанной во встречном приказе цены на продажу. При наличии допустимых встречных приказов происходит автоматическое заключение сделки. Такая система обычно используется для автоматизации непрерывного двойного аукциона. Эта система используется в Париже (NSC), Франкфурте (Xetra), Торонто (CATS), Токио (CORES), Австралии (SEATS), на ММББ.

Модуль “акцепт” можно сравнить с электронной “доской объявлений”. Брокер вводит в систему приказ с условиями аналогичными условиям в системе “мэтчинг”. При этом другие брокеры могут вступить с ним в переговоры относительно параметров сделки (цены или объема). Сделка считается заключенной в том случае, если один брокер акцептует предложение другого. В результате переговоров предложение на покупку/продажу может значительно отличаться от первоначальных условий сделки.⁷⁶

Третий модуль системы “отчетность” чаще всего используется для заключения сделок вне торговой системы. По окончании торговой операции обе стороны обязаны ввести отчет в систему в течении 90 секунд.

Электронные торги по системам “мэтчинг” и “отчетность” обычно используются для заключения сделок по крупным заявкам, тогда как мелкие приказы обычно исполняются через систему акцепта.

⁷⁵ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – с.129.

⁷⁶ Биржевое дело: Учебник для студентов высших учебных заведений/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 2001.- с.178.

Одной из основных составляющих электронной системы торговли является система электронного документооборота. Она позволяет организовать использование электронных документов при совершении сделок или иных юридически значимых действий, автоматизировать процессы, связанные с использованием традиционного бумажного документооборота и перейти на безбумажные технологии, снизить риски, связанные с работой электронных систем, обеспечивающих информационное взаимодействие сторон, обеспечить защиту прав участников электронного документооборота.⁷⁷

Каждая биржа разрабатывает собственную систему электронного документооборота., а т.к. принципы ее организации схожи можно ее рассмотреть на примере конкретной биржи, например биржи РТС.

С точки зрения конечного пользователя, система электронного документооборота (ЭДО) РТС представляет собой электронную почту, в которую встроены средства криптографической защиты информации и управления открытыми ключами. Для защиты передаваемой информации от раскрытия и подлога используется сертифицированное программное обеспечение шифрования и электронно-цифровой подписи (ЭЦП).⁷⁸

ЭЦП - это последовательность данных, формируемых из отправляемого электронного сообщения с помощью специального алгоритма шифрования с использованием секретного ключа отправителя и передаваемая вместе с этим сообщением.

Действие криптографических преобразований основано на использовании криптографических ключей - наборов данных, формируемых уникальным образом на базе случайной последовательности чисел. Существует два основных типа алгоритмов шифрования - симметричный и асимметричный. При использовании симметричного алгоритма шифрования отправитель и получатель должны использовать один и тот же криптографический ключ для шифрования и расшифрования, и существует проблема передачи этого ключа между двумя абонентами. Асимметричный алгоритм использует два ключа - один

⁷⁷ <http://www.micex.ru/>

⁷⁸ <http://www.rts.ru/>

для шифрования, а другой для расшифрования. Один из этих ключей является секретным, а другой ключ сообщает всем, с кем будет происходить обмен сообщениями (открытый ключ). Если для шифрования с помощью асимметричного алгоритма используется открытый ключ, то для расшифрования - соответствующий секретный ключ и наоборот. Открытый и секретный ключи связаны между собой специальным математическим соотношением, которое позволяет проверить принадлежность открытого ключа соответствующему секретному ключу, но не позволяет вычислить значение секретного ключа по значению открытого. Преимущество асимметричного алгоритма в том, что он позволяет передавать открытые ключи по каналам связи, но, с другой стороны, ввиду сложности алгоритма скорость работы программ на его основе значительно ниже, чем программ на основе симметричного алгоритма.⁷⁹

Для шифрования в программном продукте СКЗИ "Верба-О", применяемом на РТС, используется схема симметричного алгоритма шифрования с открытым распределением ключей, что позволяет сочетать скорость работы симметричного алгоритма и удобство распределения ключей. Для зашифрования электронного документа отправитель использует производный ключ, который получается с помощью математического преобразования секретного ключа отправителя и открытого ключа получателя. Для расшифрования сообщения получатель использует тот же производный ключ, который получает с помощью своего секретного ключа и открытого ключа отправителя. Для каждой пары отправителя и получателя производный ключ будет уникальным. Пара секретного и открытого ключей абонента может генерироваться Техническим центром РТС или самостоятельно абонентом при наличии соответствующего программного обеспечения.

Проверить ЭЦП может любой абонент, имеющий открытый ключ пользователя, подписавшего документ. Открытый ключ ЭЦП выполняет роль своего рода аналога "карточки с образцом подписи". Электронная подпись, которой защищаются передаваемые документы, позволяет установить авторство электронного документа. Кроме того, ника

⁷⁹ <http://www.rts.ru>

кие исправления не могут быть внесены в подписанный документ без нарушения подлинности его ЭЦП.

Простота проверки ЭЦП и невозможность ее подделки позволят избежать риска подлога документов. Быстрота распространения открытых ключей новых абонентов и скорость отзыва ключей после окончания их использования существенно снижают риск несанкционированного использования криптографических ключей. Надежность алгоритмов шифрования и электронной подписи проверена их многолетним использованием в различных банковских системах, в том числе в Центральном Банке РФ.⁸⁰

Структурно система состоит из Центра ЭДО, расположенного в Техническом центре РТС и почтовых серверов - мэйлбоксов, установленных в локальных сетях абонентов ЭДО.

В функции центра ЭДО входит хранение сертификатов открытых ключей, проверки действительности сертификатов всех проходящих через него сообщений и заверения их с помощью ЭЦП, а также поддержание системного времени.

Мэйлброкс выполняет функции передачи сообщения мэйлбоксам других абонентов, взаимодействует с центром ЭДО и приложениями конечных пользователей. Сообщения от одного мэйлбокса к другому передаются напрямую. Приложения подключаются к ЭДО через почтовые серверы. К одному почтовому серверу может быть подключено любое количество пользовательских приложений.

Процесс передачи документа от одного приложения к другому может быть изображен в виде диаграммы (см. Приложение. 14.). При приеме сообщения, почтовый сервер получателя автоматически формирует и передает через центр ЭДО отправителю подтверждение о доставке документа. Подтверждение доставки содержит ЭЦП мэйлбокса получателя и заверяется центром ЭДО и при необходимости позволяет отправителю доказать, что сообщение было доставлено. Таким образом реализуется гарантированная доставка, т.

⁸⁰ <http://www.rts.ru>

е. отправитель не считает сообщение отправленным до тех пор, пока не получит уведомление о доставке.

Современные системы торговли на биржах обычно делят на систему ввода приказов и систему ввода котировок. Необходимо отметить, что система ввода котировок в чистом виде используется достаточно редко, а на большинстве рынков действует система ввода приказов. Основным преимуществом последней являются относительно небольшие издержки при небольших приказах. В случае с крупными приказами, которые могут повлиять на цены, система ввода котировок более выгодна, при условии, что инвестор ограничен во времени, т.к. позволяет совершить сделку на более выгодных условиях. Тем не менее Лондонская фондовая биржа, работавшая в течении примерно 12 лет в режиме ввода котировок, в 1997 году ввела в строй для торговли наиболее ликвидными акциями систему ввода приказов SETS.⁸¹

Российские фондовые биржи изначально создавались как электронные торговые системы. Фондовая биржа РТС - это первая электронная торговая площадка в России. Как электронная торговая система РТС появилась в середине 1995 года с целью объединения разрозненных региональных рынков в единый организованный рынок ценных бумаг. К 1999 году РТС стала одной из крупнейших фондовых бирж в России. Базой электронных биржевых торгов на РТС является рабочая станция RTS PLAZA, которая представляет собой не имеющий аналогов в России комплекс современного программного обеспечения и баз данных, устанавливаемый на персональном компьютере члена Биржи.

Рабочая станция позволяет участникам торгов в режиме реального времени:

- ❖ выставлять котировки;
- ❖ вводить торговые заявки;
- ❖ заключать сделки электронным способом по котировке (внебиржевая подсистема) и в результате аукциона встречных заявок, а также путем переговоров;

⁸¹ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – с.130.

- ❖ вводить отчеты по заключенным сделкам
- ❖ управлять активами на своих специальных счетах в Расчетном депозитарии и Расчетном банке РТС, в том числе выводить активы со специальных на основные счета.

Помимо этого, возможности рабочей станции РТС предусматривают оперативное общение участников рынка с помощью встроенного коммуникатора, трансляцию новостей крупнейших информационных агентств, проведение аукционов по первичному размещению ценных бумаг, а также расчет доходности облигаций.

Интеграция с элементами расчетной инфраструктуры РТС (ЭДО, ЦЭД, Клиринговый центр и т.д.) позволяет совершать все необходимые для исполнения сделки процедуры (перевод активов, подтверждение сделки, заключение договора и т.д.), не отрываясь от окна рабочей станции.

Принципы отображения информации и способы взаимодействия пользователя с программой соответствуют современным требованиям к организации торговых систем реального времени. При их разработке активно использовались консультации психологов и учитывалась специфика биржевых торгов.

Рабочая область экрана разбита на несколько основных и вспомогательных областей, что позволяет пользователю наблюдать всю глубину рынка на своем экране, в том числе:

- ❖ все котировки по интересующим пользователя ценным бумагам,
- ❖ лучшие котировки на продажу и покупку определенной группы ценных бумаг,
- ❖ список котировок, выставляемых отдельными операторами рынка,
- ❖ список всех ценных бумаг, допущенных к обращению в РТС,
- ❖ полный список участников РТС,
- ❖ список последних сделок, зарегистрированных в РТС,
- ❖ список всех сделок, заключенных компанией,
- ❖ активы компании в Системе гарантированных котировок,
- ❖ новости информационных агентств.

Одновременно с информационными окнами на экране доступны формы ввода котировок и подачи заявок, отчетов по сделкам, коммутатор переговоров и списки неподтвержденных (участником или контрагентом) сделок. Рабочая область экрана организована в виде закладок, обеспечивающих мгновенный доступ к нужной информации.

Принципы размещения информации на экране и взаимодействия пользователя с программой, реализованные в рабочей станции, представляют собой наиболее оптимальное решение для работы на фондовом рынке. Организация рабочей области экрана в виде фреймов и закладок позволяет разместить на ограниченном пространстве максимальный объем информации. А метод "буксировки" (перетаскивание мышью), основной при работе с программой, обеспечивает пользователю максимальную свободу движений (например, одной рукой пользователь может вводить отчет о сделке, а другой держать трубку телефона).

Существующая электронная торговая система предлагает своим участникам широкий спектр способов исполнения сделок, в том числе, основанных на уникальной технологии "поставка против платежа", широких возможностях сети Интернет и современных средствах электронного документооборота.⁸²

В основу механизма торговли на Московской Межбанковской Валютной Бирже в рамках основного режима торгов заложен принцип "Order driven market" — рынок конкурирующих между собой заявок, при котором сделка заключается автоматически при пересечении условий во встречных заявках. Выставление заявок и заключение сделок в секции фондового рынка ММВБ производится в течение торгового дня, который делится на следующие три периода:

- ❖ предторговый период (определяется цена открытия);
- ❖ торговая сессия;

⁸² <http://www.rts.ru>

- ❖ послеторговый период (сделки совершаются по средневзвешенной цене, определяемой в течение последних 30 минут торговой сессии).

Торги крупными пакетами ценных бумаг происходят в режиме переговорных сделок. В рамках этого режима участники приходят к соглашению со своим контрагентом путем выставления так называемых «адресных» (адресованных конкретному участнику торгов) и «безадресных» (выставленных без указания конкретного участника) заявок. В данном режиме участники могут оговаривать срок исполнения сделки от текущего торгового дня до 30 дней после заключения сделки.⁸³

Данный режим торгов позволяет:

- ❖ заключать сделки «без покрытия», то есть без достаточного количества денег или бумаг, с последующим пополнением резервов.
- ❖ не ограничивать пакет ценных бумаг размером стандартного лота и не опасаться «распыления» крупного пакета;

«Поставки против платежа» страхует участников и их клиентов от риска потери денежных средств и ценных бумаг. В день исполнения сделки ценные бумаги и денежные средства блокируются в Расчетной Палате и Национальном Депозитарном Центре, и окончательные поставка и платеж происходят только после соответствующей команды от ММВБ при выполнении контрагентами своих обязательств.

Итак, необходимо отметить, что развитие технологий не только определило концепцию развития фондовых бирж в будущем, но и явилось одним из основных факторов повышения конкуренции как между биржами и альтернативными торговыми системами, так и собственно между биржами. Кроме того развитие компьютерных технологий стало важнейшим аспектом заключения биржевых альянсов.

⁸³ <http://www.micex.ru/>

ГЛАВА III. НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ ФОНДОВЫХ БИРЖ В РОССИИ И МИРЕ.

§3.1. ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ФОНДОВЫХ БИРЖ.

ГЛОБАЛИЗАЦИЯ БИРЖЕВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ.

Глобализация биржевой деятельности является одним из основных направлений изменения изначального ландшафта фондового рынка, с одной стороны, и движущей силой, раскрывающей новые горизонты в деятельности бирж – с другой.

Выходить за национальные рамки и предлагать свои услуги на внешнем рынке фондовые биржи побуждают следующие факторы⁸⁴:

- ❖ новая конкурентная среда
- ❖ прогресс в развитии биржевых технологий;
- ❖ трансформация национального фондового законодательства.

Под новой конкурентной средой подразумевается нарастание конкуренции между фондовыми биржами как на национальном, так и на международном уровне, а так же между фондовыми биржами и альтернативными торговыми системами. По опросу, проведенному в исследовании Marketing & Communication в 1996 году среди 35 фондовых бирж, только 4% не идентифицировали конкурентов, для 32% важнейшими конкурентами были зарубежные фондовые рынки и альтернативные торговые системы.⁸⁵

Противостояние традиционных фондовых бирж и альтернативных торговых систем началось в середине девяностых годов. На тот момент альтернативные торговые системы оказались более гибкими и эффективными структурами, которые смогли предложить разнообразные модели торговли, позволяющие учитывать различные специфические потребности участников рынка, круглосуточный режим торговли, и возможность осуществления глобальной торговли в режиме реального времени. Необходимо отметить, что результатом этой конкурентной борьбы стало то, что фондовые биржи сумели существенно укрепить

⁸⁴ Захаров А. Перспективы развития бирж в России и СНГ. // Известия – 16 мая 2000. – с.6

⁸⁵ Миркин Я.М. Фондовые биржи в России: стать коммерческими, чтобы выжить // Рынок ценных бумаг. - 2000. - №10. – с.37.

свои позиции, за счет применения передовых технологий и модернизации систем биржевой торговли.⁸⁶

С технологической точки зрения глобализация рынков становится реальностью. И поэтому, развитие биржевых технологий один из основополагающих факторов глобализации. Данная тенденция проявляется в стремлении бирж использовать систему электронной торговли, предоставлять услуги через Интернет, интегрированные телекоммуникационные сети. Небезынтересно, что перевод финансовых рынков в Интернет порождает процесс создания альянсов не только между фондовыми биржами, но и между ведущими системными интеграторами, бизнес – консультантами, провайдерами, брокерами и электронными банками.⁸⁷ Наиболее крупные биржи стремятся осуществлять инвестиции в разработку и сбыт новейших электронных систем торгов. Это позволяет бирже не только быстро окупить инвестиции в их разработку, но и приобрести дополнительные конкурентные преимущества. В долгосрочном плане распространение стандартизированных систем биржевой торговли способствует развитию совместных торговых площадок, например, французская система NSC и немецкая Xetra.⁸⁸ Сотрудничество бирж с поставщиками услуг позволяет биржам расширять сферы своей деятельности и источники доходов за счет новых продуктов, организации расчетов и клиринга.

Биржевая деятельность определяется спецификой национального законодательства. И оно в значительной степени может поддерживать или замедлять активность фондовых бирж. На данном этапе развития фондовое законодательство по всему миру становится все более схожим, что способствует процессу глобализации.⁸⁹

Почти все ведущие биржи мира включились в процесс глобализации. И это рационально, ведь основное преимущество глобализации – охват максимально возможной тер

⁸⁶ Марголит Г. Вызов принят! Рынок корпоративных ценных бумаг на ММВБ в свете мировых тенденций // Рынок ценных бумаг – 2002. - №19. – с.58.

⁸⁷ Соломатин Е. Приоритетные технологии на фондовом рынке // Банковские технологии – 1999.-№10.– с.19.

⁸⁸ Зубченко Л. Сотрудничество между организованными финансовыми рынками // Вестник НАУФОР – 2002. - №1.

⁸⁹ Гаврилин В. Бизнес – модели развития фондовых бирж в условиях глобализации финансовых рынков XXI века // Финансист – 2002. - №3. – с.71.

ритории, торговля в одной системе различными финансовыми инструментами, быстро, эффективно и с минимальными затратами.

В новых условиях существования биржи все чаще берут на вооружение стратегию сотрудничества. Под сотрудничеством понимается любое долгосрочное соглашение между биржами, которое предполагает объединение ресурсов, развитие и использование новых стратегических преимуществ.

Заключение соглашения о сотрудничестве между фондовыми биржами дает им следующие преимущества⁹⁰:

- Сотрудничество между биржами отвечает интересам инвесторов, эмитентов ценных бумаг и профессиональных участников, так как способствует росту ликвидности и возможностей для арбитражных сделок, а так же снижению издержек.
- Объединение ресурсов позволяет биржам провести необходимое изменение технологической инфраструктуры, ее модернизацию и повысить ее надежность.
- Сотрудничество позволяет ограничить конкуренцию и использовать новые возможности.

Хотя большинство соглашений о сотрудничестве не затрагивают независимости партнеров, в последнее время все чаще стали заключаться так называемые стратегические альянсы.

Десять крупнейших фондовых бирж: Нью-йоркская, Токийская, Амстердамская, Брюссельская, Парижская, Австралийская, Гонконгская, Торонтская, Мексиканская, Сан-Паулуская – планируют создать глобальный рынок “Global Equity Market” - “GEM”, на котором торговля акциями ведущих компаний (примерно на 19 трлн. долларов) будет осуществляться круглосуточно.⁹¹ Проект “GEM” ставит своей целью обеспечить международных инвесторов прозрачным круглосуточным торговым механизмом по наиболее

⁹⁰ Зубченко Л. Сотрудничество между организованными финансовыми рынками // Вестник НАУФОР – 2002. - №1.

⁹¹ Глобализация биржевой торговли // БИКИ – 2000. - №75. – с.16.

известным и популярным акциям и способствовать установлению единого международного инвестиционного климата и стандартов.

На общеевропейском уровне еще с конца 80-х годов предпринимались попытки создания единой системы, которая бы связала все биржи воедино (например, проекты PIPE, Euroquote), но дальше планов дело не пошло. Попытки создать общеевропейскую фондовую биржу провалились. Не удался и проект слияния двух крупнейших европейских фондовых бирж Лондонской фондовой биржи и Немецкой фондовой биржи, результатом которого должно было стать образование англо – германской биржи iX, на основе торговой платформы Xetra.

На данный момент единственной реально функционирующей общеевропейской торговой системой является Euronext. Эта торговая площадка была создана путем объединения в 2000 году фондовых бирж Амстердама, Парижа и Брюсселя. Вскоре после официального начала деятельности Euronext, желание сотрудничать с ней изъявили биржи Люксембурга и Португалии (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLPP)). Euronext была создана на основе новейших электронных технологий (торговой платформе NSC, разработанной Euronext Paris) и планирует продвигать их на международных рынках как единые стандарты. На сегодняшний день эта платформа уже используется 14 фондовыми биржами, в том числе Лиссабона, Варшавы, Сан Паоло, Монреаля, Торонто, Сингапура, Чикаго, Туниса, Аммана, Бейрута и Касабланки. Торговая система Euronext является гибкой и легко расширяемой за счет дополнительных настроек системой, с открытой для разработчиков архитектурой.⁹²

Члены Euronext, не зависимо от того, членами какой из трех бирж они являются, имеют равные права и скорость доступа.

Стратегической целью деятельности Euronext является стремление повысить ликвидность европейского рынка для местных и иностранных инвесторов. Этому призваны

⁹² Гаврилин В. Общеевропейская биржа Euronext – шаг навстречу глобализации или поиск зарубежных инвестиций? //Финансист – 2002. - №1. – с.69.

способствовать и введение общей расчетной единицы – Евро, и создание единой системы расчетов и клиринга, и совместимость модели торговой системы с общеевропейскими. Euronext первая в мире фондовая биржа, объединяющая три рынка в трех различных странах единой финансовой и информационной технологией, нормативными и регулируемыми правилами.⁹³

Однако, несмотря на неоспоримые преимущества, глобализация рынков капитала может оказать и негативное воздействие не только на деятельность фондовой биржи, но и на национальную экономику в целом. Глобализация привела к заметному росту волатильности рынков, увеличила масштабы распространения финансовых потрясений на мировых рынках.

Особенно, глобализация биржевой торговли является негативным моментом для фондовых бирж тех стран, капитализация фондовых рынков которых значительно отстает от ведущих фондовых рынков мира. К таким биржам относятся и российские биржи. Негативные факторы проявляются, во-первых, в том, что зарубежные биржевые альянсы проявляют значительный интерес к ценным бумагам России и стран СНГ. Примером этого может служить проект создания специальной биржи NEWEX по торговле ценными бумагами Центральной и Восточной Европы и стран СНГ на основе альянса Немецкой и Венской фондовых бирж. Данная торговая система заведомо является более удобной для иностранных инвесторов, т.к. позволяет им работать с меньшими рисками и подкреплена именем Франкфуртской фондовой биржи.⁹⁴ А во-вторых, многие российские эмитенты пытаются привлечь капитал на зарубежных рынках, например, путем выпуска АДР. Возможность торговать “голубыми фишками” на Нью – Йоркской или Лондонской фондовых биржах может обернуться резким снижением торгового оборота национальных фондовых бирж. Как ни странно, единственным способом выжить для таких бирж, является

⁹³ <http://www.euronext.com>.

⁹⁴ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – с.136.

создание собственных альянсов, с общими торговыми технологиями, единой торговой платформой, условиями членства, требованиями к допуску, что позволяет биржам увеличить прибыль и снизить издержки.⁹⁵

Поэтому на данном этапе развития российского фондового рынка жизненно важно сформировать региональный финансовый центр, который был бы способен конкурировать со смежными рынками, специализирующийся на операциях с финансовыми инструментами, выпускаемыми в странах СНГ, Балтии, Центральной и Восточной Европы. Если не предпринимать никаких попыток, то российский биржевой рынок неизбежно станет провинциальным и будет постоянно испытывать острейший дефицит финансовых ресурсов. Поэтому крайне необходимо повысить конкурентоспособность российского рынка в глазах иностранных инвесторов, предотвратить перемещение торговой активности за рубеж, сформировать площадку привлекательную для эмитентов ближнего зарубежья, создать удобные условия работы для финансовых посредников - нерезидентов.⁹⁶

Следовательно, одним из направлений развития российских фондовых бирж должно стать укрупнение организаторов торговли.

Сложившаяся в России региональная структура фондового рынка не имеет перспектив, во-первых, в силу того, что она слишком фрагментирована, множественна при крайне незначительных объемах российского фондового рынка. Российские биржи разделены на 4 неравнозначных сегмента:

- 1) ММВБ и 7 региональных валютных бирж, действующие как единый фондовый рынок. На них приходится более 80% объемов торгов по акциям и около 100% по облигациям)
- 2) Фондовая биржа РТС. На которую приходится 10-15% объема рынка акций.
- 3) МФБ, рыночная ниша которой составляет 1-3%
- 4) 5 региональных фондовых бирж.

⁹⁵ Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1. - с.106.

⁹⁶ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – с.520- 521.

Во – вторых, вследствие того, что биржевая сеть по прежнему разделена на “банковскую” и “небанковскую” структуры, как следствие конкуренции Банка России и ФКЦБ России в 90 – ых годах. В - третьих, потому, что даже для Москвы, в которой концентрируется более 90% оборотов по ценным бумагам, три фондовые биржи (ММВБ, РТС и МФБ) довольно много при сравнении с международной практикой. Следовательно, можно прогнозировать волну слияния российских организаторов торговли. По оценкам экспертов в ближайшие несколько лет количество фондовых бирж в России не будет превышать семи – восьми, а если емкость региональных рынков будет невелика, то может сложиться система из трех – четырех фондовых бирж. В предельном случае в России останутся две или даже одна фондовая биржа, являющиеся национальными электронными рынками, которые будут включать в качестве пунктов доступа бывшие региональные биржи. Интересы сохранения активности на российском фондовом рынке, противодействие перемещению операций с российскими бумагами за рубеж могут подтолкнуть ММВБ и РТС к слиянию, с целью повышения конкурентоспособности российского рынка. Необходимо отметить, что появление в России хотя бы одной биржи, которая бы входила в “средний класс” фондовых бирж мира (годовой оборот по сделкам с акциями – 40 -60 млрд. долл., с облигациями – 4-6 млрд. долл., количество компаний прошедших листинг – 300-500) – является стратегической задачей развития российского фондового рынка.⁹⁷

В условиях глобализации возрастает потребность в углублении взаимодействия бирж стран СНГ и координация их работы, что будет способствовать росту оборотов, повышению ликвидности для бирж СНГ, а так же формированию единого биржевого пространства и рынка капитала. Без взаимодействия финансовых рынков стран СНГ невозможно и развитие конкурентного потенциала российского фондового рынка, как специализированного финансового центра. Следовательно, актуальными является проблемы выработки единых стандартов и требований функционирования фондовых бирж, их прибли

⁹⁷ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – с.434-437.

жения к международным, использования передовых технологий биржевой торговли, адаптации международных технологических стандартов работы на финансовом рынке, рост инвестиционного потенциала, повышение привлекательности рынков стран СНГ, снижение издержек в расчетах, создание альянсов фондовых бирж, стран СНГ, взаимодействие в отношении срочных рынков, гармонизация законодательства.⁹⁸

Начало развитию стратегического сотрудничества было положено в 2000 году, когда была учреждена Международная ассоциация бирж стран СНГ (МАБ), в которую вошли 16 бирж из 8 стран СНГ, включая Азербайджан, Армению, Белоруссию, Грузию, Казахстан, Россию, Таджикистан и Украину.

Отдельно следует отметить участие ММВБ в интеграционных процессах в рамках СНГ. В 2000 -2001 году ММВБ заключила двусторонние соглашения о сотрудничестве с Бакинской межбанковской валютной биржей, Белорусской валютно – фондовой биржей, Казахстанской фондовой биржей, Украинской межбанковской валютной биржей. Осуществляется активное сотрудничество с межгосударственными органами в рамках СНГ – Межпарламентской ассамблеей, Исполкомом СНГ, Межгосударственным валютным комитетом и Межгосударственным банком.⁹⁹ Стремясь к развитию международных связей, ММВБ сотрудничает со многими ведущими зарубежными биржами, такими как Нью-Йоркская фондовая биржа, NASDAQ, Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board of Trade, Лондонская фондовая биржа, Лондонская биржа финансовых фьючерсных и опционных контрактов, французская срочная биржа MATIF, Франкфуртская фондовая биржа, Венская фондовая биржа, Стокгольмская биржа, Стамбульская фондовая биржа, Шанхайская фондовая биржа, Шеньчженская фондовая биржа и другими.

В октябре 2002 года Всемирная федерация бирж приняла решение утвердить Московскую ММВБ в качестве члена-корреспондента федерации. Принятие ММВБ как веду

⁹⁸ Захаров А. Перспективы развития бирж в России и СНГ. // Известия – 16 мая 2000. – с.6

⁹⁹ Московская межбанковская валютная биржа: в связи с 10 – летием // Деньги и кредит. – 2002. - №1. – с.78

шей фондовой биржи в России в ряды авторитетной Федерации отражает признание растущей российской фондовой индустрии среди мирового бизнес-сообщества.¹⁰⁰

В феврале 2003 года Московская межбанковская валютная биржа и Варшавская фондовая биржа достигли принципиальной договоренности о сотрудничестве и взаимодействии в области развития биржевой инфраструктуры. С целью развития инфраструктуры фондовых рынков двух стран и привлечения дополнительных инвестиций в национальные компании был подписан меморандум о сотрудничестве. Документ является основой для развития более тесного сотрудничества между двумя биржами, которое включает обмен информацией и опытом, касающимся внедрения новых биржевых продуктов, развития технологий и организации биржевых рынков, деятельности саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг, их отношений с профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Целью взаимного сотрудничества является содействие развитию рынков капиталов двух стран и укреплению конкурентоспособности бирж в условиях глобализации мировых финансовых рынков, налаживанию деловых контактов между российскими и польскими профессиональными участниками рынка ценных бумаг.¹⁰¹

Поэтому, используя мировой опыт формирования центров международных финансов разными странами на своей территории, а так же учитывая роль ММВБ в процессах интеграции и значение рынка акций ММВБ, можно предположить, что сегмент международного финансового рынка в России может быть создан на базе Московской Межбанковской Валютной Биржи.¹⁰²

¹⁰⁰ <http://www.micex.ru/>

¹⁰¹ <http://www.micex.ru/>

¹⁰² Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – с.434-437.

КОММЕРЦИАЛИЗАЦИЯ ФОНДОВЫХ БИРЖ.

Коммерциализация (demutualization) – это процесс перехода от понимания биржи как неприбыльной, некоммерческой организации, находящейся в собственности членов, к восприятию биржи как коммерческой компании, находящейся в собственности акционеров. Такой переход предполагает, что право на торговлю и право собственности могут быть разделены, т.е. акционеры биржи вкладывают капитал и получают доход, и им не обязательно осуществлять торговлю на бирже.¹⁰³

В бизнесе, как и везде, структура следует за стратегией. Внешним проявлением этого процесса является изменение организационно-правовой формы фондовых бирж, о котором уже говорилось в §1.3. Изменение организационно - правовой формы фондовых бирж является отражением основных тенденций развития индустрии фондовых бирж.

Основными причинами, побуждающими биржи к процессу коммерциализации являются¹⁰⁴:

- возрастающая конкуренция;
- развитие биржевых технологий;
- необходимость привлечения дополнительного капитала;
- необходимость диверсификации собственников;
- необходимость разделения права собственности и права на торговлю.

Как видно на рисунке Приложения 15 процесс коммерциализации проходит в несколько этапов и может принимать несколько разных форм. Переход из первой стадии во вторую (от некоммерческой организации к частной компании, находящейся в собственности членов) обычно происходит путем приватизации, т.е. члены фондовой биржи получают акции и становятся полноправными владельцами фондовой биржи. Переход на III стадию характеризуется привлечением дополнительного капитала, путем дополнительного

¹⁰³ Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1. - с.105.

¹⁰⁴ <http://www.world-exchanges.com/>

размещения акций среди членов фондовой биржи и внешних акционеров, которыми могут быть институциональные инвесторы, либо компании – эмитенты, акции которых обращаются на бирже. Достигнув III стадии биржа может либо завершить процесс коммерциализации, либо продолжить его став публичной компанией, акции которой котируются на бирже.¹⁰⁵

Коренные изменения в организационно – правовой форме фондовых бирж, вызванные процессом коммерциализации, практически не повлияли на перечень услуг предоставляемых биржей, и существенным образом отразились на структуре доходов и расходов фондовой биржи.

Основными источниками доходов на сегодняшний день являются¹⁰⁶:

- плата за предоставляемые услуги (клиринг и урегулирование сделок, депозитарное обслуживание, взносы членов, информационное обеспечение);
- операционные доходы (комиссия за проведение сделки, мэтчинг, использование терминалов);
- плата за листинг;
- другие (доходы от инвестиций, арендная плата, плата за техническое обслуживание).

По данным Международной Федерации Бирж на протяжении последних лет основным источником дохода фондовых бирж являются операционные доходы. В среднем по Федерации в 2001 году они составили 37,2% в общем объеме доходов. В 1999 году операционные доходы были равны 40% от общего объема доходов, а в 2000 выросли до 44%. Колебания объемов операционных доходов являются следствием того, что они непосредственно зависят от объемов торговли, которые изменяются год от года. Поэтому высокая доля операционных доходов в общем объеме доходов иногда может быть неблагоприятным фактором для финансового благополучия биржи. Доходы от предоставления услуг

¹⁰⁵ Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1. - с.105.

¹⁰⁶ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – с.126.

резко возросли. В 1998 году их доля составляла 21%, а в 2001 году она возросла до 30%. Доходы от листинга в 2001 году заметно снизились по сравнению с 2000 годом с 17% до 14,5%. Уменьшение доли этих доходов можно объяснить двумя причинами. Во-первых, снизилось число эмитентов, желающих разместить свои ценные бумаги на бирже, а во-вторых, многие биржи снижают плату за листинг, в целях получения конкурентных преимуществ. Плата за предоставляемые услуги и комиссионные за листинг являются более устойчивыми источниками дохода биржи, т.к. в меньшей степени зависят от волатильности рынка. (см. Приложение. 16.)

Отсюда можно сделать вывод, что наиболее значимым видом дохода для фондовых бирж являются операционные доходы, которые непосредственно зависят от объема торгов. Следовательно, конкурентные преимущества получают те биржи, которые смогут привлечь большее количество участников и обеспечить ликвидность рынка.

Организационно – правовая форма фондовой биржи оказывает определенное влияние на долю каждого дохода в общем объеме доходов. (см. Приложение. 17.)

Основными издержками фондовых бирж являются¹⁰⁷:

- заработная плата служащих;
- аренда зданий;
- закупки и содержание оборудования;
- административные расходы;
- амортизация;
- другие расходы.

Общие издержки фондовых бирж, членов Международной Федерации Бирж, с начала девяностых по 2000 год постоянно возрастали в среднем на 10% в год, однако 2001 год отметил их снижение на 1,6%. Основной статьей расходов в 2001 году, как и в предыдущие годы, стала заработная плата служащих фондовых бирж. По данным Федерации они

¹⁰⁷ <http://www.world-exchanges.com/>

составили 28% (2001г.) и 30% (2000г.). Снижение затрат на оплату труда персонала биржи связано с вводом на многих биржах электронных торговых систем. Издержки, связанные с приобретением и обслуживанием оборудования занимают второе место в общем объеме затрат.

Высокие темпы развития информационных технологий, необходимость постоянного обновления технической базы фондовых бирж, потребность в масштабных инвестициях, снижение расходов: все это делает биржевое дело все более капиталоемким. Поэтому биржам так необходимы рост и диверсификация доходов, чтобы покрыть издержки и получить прибыль.¹⁰⁸

В течение последних лет, в связи со сменой формы собственности, наблюдается тенденция к увеличению доли прибыльных бирж. По данным Международной Федерации Бирж в 1996 году большая часть бирж (64%) – ее членов – являлись неприбыльными организациями. Соответственно, прибыльными являлись лишь 36% фондовых бирж.¹⁰⁹ В 2001 году прибыльные биржи уже составили в среднем 68%. (см. рис.13. Приложения) Таким образом, количество прибыльных бирж возросло по сравнению с 1996 годом почти в два раза. В категориях бирж, прошедших процесс коммерциализации 100% бирж являются прибыльными. Среди фондовых бирж – частных компаний, находящихся в собственности членов,- прибыльными являются 53% бирж. Наименьшее количество прибыльных бирж (22%) отмечено в категории другие. (см. Приложение. 17.) Рост числа прибыльных фондовых бирж является непосредственным следствием не только процесса коммерциализации, но и возросшей конкуренции между биржами и изменений во внешней экономической среде.¹¹⁰

Однако получение прибыли, как правило, не является единственной целью акционеров фондовых бирж. Основными владельцами фондовых бирж являются их члены, т.е.

¹⁰⁸ Миркин Я.М. Фондовые биржи в России: стать коммерческими, чтобы выжить // Рынок ценных бумаг. - 2000. - №10. – с.37

¹⁰⁹ Лауфер М. Особенности развития современных фондовых бирж (статистика и тенденции) // Вопросы экономики - 1999. – с.132.

главные пользователи услуг биржи. И как собственники они больше заинтересованы не в дивидендах, а в четкой и эффективной работе фондовых бирж. Как члены они могут получать отдачу от собственности в виде льготной платы за использование услуг.¹¹¹

Перерождение фондовых бирж в коммерческие предприятия, целью которых является получение прибыли, затронуло ряд вопросов, касающихся регулирования фондовых бирж и финансовых рынков.

В большинстве европейских и ряде развивающихся стран фондовые биржи на протяжении длительного времени находились в собственности государства, т.к. рассматривались как служащие национальным интересам. Став коммерческой компанией, акции которой обращаются на бирже, фондовая биржа может оказаться в такой ситуации, когда ее акции станут недостаточно ликвидны, что существенным образом затруднит привлечение капитала и инвесторов, и может привести к серьезным финансовым проблемам и даже банкротству. При этом фондовые биржи играют значимую роль в развитии как финансового рынка, так и экономики страны в целом. Поэтому, угроза того, что фондовая биржа может разориться и обанкротиться, имеет общенациональное значение. Конечно, существуют биржи – конкуренты, которые в этом случае могут приобрести разорившуюся организацию. Однако даже в этом случае, государственным регулирующим органам необходимо тщательно отслеживать финансовое состояние фондовой биржи.¹¹²

Другой проблемой является то, что коммерциализация фондовых бирж породила конфликт интересов между коммерческими интересами организатора торговли и его регулирующей ролью. Фондовые биржи традиционно выполняли регулятивную функцию по отношению к своим членам и практике биржевой торговли. Они определяли как будут заключаться и осуществляться сделки, какие стандарты финансовой отчетности должны соблюдаться брокерами и какую информацию должны раскрывать инвесторам компании

¹¹⁰ <http://www.world-exchanges.com/>

¹¹¹ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – с.126.

прошедшие листинг. Эти правила служили дополнением или развивали требования законодательства и государственных регулирующих органов. В результате чего фондовые биржи во многих развитых странах мира являются саморегулируемыми организациями.¹¹³

Представители государственных регулирующих органов считают, что попытки фондовых бирж максимизировать прибыль могут снизить качество саморегулирования.

Решением этой проблемы может стать использование фондовыми биржами одной из трех моделей саморегулирования¹¹⁴:

1. Фондовая биржа оставляет за собой выполнение функций саморегулируемой организации, даже пройдя процесс коммерциализации. Сущность данной модели заключается в том, что качественное выполнение биржей регулирующих функций является неотъемлемым компонентом достижения финансового успеха, а так же репутации фондовой биржи, без которого биржа не может быть прибыльной. Данная модель функционирует в Швеции.
2. Являясь, коммерческой компанией, фондовая биржа создает дочернюю организацию, которая будет выполнять функции саморегулируемой организации. Этот способ разрешения конфликта интересов называется “китайской стеной”. Подобное решение было использовано в процессе коммерциализации NASD. Были созданы две дочерние организации: NASDR (саморегулируемая организация) и Nasdaq Stock Market (торговая система).
3. Фондовая биржа делегирует выполнение функций саморегулируемой организации третьей стороне. Такой путь снимает конфликт интересов, но прежде чем осуществить его, фондовая биржа должна убедиться, что независимая организация будет качественно выполнять регулирующие функции и не навредит репутации фондовой биржи.

¹¹² Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1. – с.109.

¹¹³ Основы государственного регулирования финансового рынка: Алан Рот, Александр Захаров, Яков Миркин, Ричард Бернанд, Петр Баренбойм, Бруксли Борн. – М.:ЗАО «Юридический Дом «Юстицинформ»», 2002. – с.260.

¹¹⁴ Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1. – с.109 – 110.

Однако, несмотря на то, какую модель саморегулирования выберет та или иная биржа, важно подчеркнуть, что фондовые биржи – и коммерческие, и некоммерческие организации - могут неадекватно выполнять регулятивные функции, особенно в условиях монополизма. Возрастающая конкурентная борьба, в свою очередь, наоборот стимулирует фондовые биржи качественно выполнять поставленные перед ними задачи.

В России экономические и управленческие факторы, обуславливающие коммерциализацию фондовых бирж, действуют не менее остро, чем на зарубежных рынках. Тем более, что российским фондовым биржам приходится постоянно бороться за сохранение своей рыночной ниши, противодействовать переходу торговой активности за рубеж. При этом конфликт между коммерческими интересами организатора торговли и выполнением регулятивных функций максимально снят. В российской практике регулятивная роль в большей степени принадлежит не самим биржам, а саморегулируемым организациям, находящимся рядом с рынком (РТС – НАУФОР, ММВБ – НФА). Приведенные выше аргументы свидетельствуют в пользу того, что коммерциализация организатора торговли ценными бумагами в России является не менее актуальной проблемой чем в во всем мире.¹¹⁵

Изменение концепции организатора торговли ценными бумагами в России уже произошло, но пока только на законодательном уровне. Был принят федеральный закон Российской Федерации о внесении изменений и дополнений в федеральный закон "О рынке ценных бумаг" и о внесении дополнения в федеральный закон "О некоммерческих организациях" от 28.12.02г. N 185-ФЗ. Теперь фондовые биржи могут создаваться не только в форме некоммерческого партнерства, но и в форме акционерного общества.

ФКЦБ поддерживает идею акционирования фондовых бирж и способствует началу этого процесса. Переход российских фондовых бирж от организации в качестве некоммерческого партнерства к организационно правовой форме - акционерное общество - позволяет обеспечить максимальную прозрачность биржи, т.к. акционерное общество пре

¹¹⁵ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблицер, 2002. – с.449 – 450.

доставляет более полную финансовую отчетность, и разделить управление биржей и право на торговлю.

Однако, несмотря на то, что теоретически полезность акционирования очевидна и доказана на мировом опыте, российские фондовые биржи не спешат коммерциализироваться. Это обстоятельство можно объяснить во – первых, тем, что акции общества можно купить и установить контроль над биржей. Связанно это с тем, что в партнерстве каждый член имеет один голос, а в акционерном обществе голосуют пакетами акций. Следовательно, чем больше акций, тем больше голосов. Значит, владея контрольным пакетом акций можно проводить невыгодные для брокеров решения. Схожая ситуация сложилась в 2000 - 2001 годах, когда Росбанк и банк “МФК” попытались подобным образом получить контроль над Депозитарно – клиринговой компанией, являющейся расчетным депозитарием РТС и организованной на тот момент в форме ЗАО. Конфликт был исчерпан только когда брокеры создали некоммерческое предприятие и консолидировали в нем контрольный пакет акций Депозитарно – клиринговой компании.¹¹⁶ Во – вторых в российской практике прецедента преобразования некоммерческого партнерства в акционерное общество еще не было. Законодательно не установлено, каким образом должен происходить процесс преобразования. В – третьих, акционирование фондовых бирж поднимает проблему определения пакетов акций. В-четвертых, на российском фондовом рынке отсутствует культура первичного размещения акций. За все время существования российского фондового рынка на нем не было не одного IPO.¹¹⁷

Рационально было бы в сложившейся ситуации разработать отдельное постановление силами регулятора рынка – ФКЦБ, которое бы регламентировало порядок преобразования некоммерческой организации в акционерное общество.

¹¹⁶ Сафронов Б. Козицын С. Бирже “РТС” не дают покоя // Ведомости – 2003. - №62. – с.А1.

¹¹⁷ Квач И., Хефер Ш. Развитие компании и биржа // Рынок ценных бумаг – 2001. - №18. – с. 43.

УНИВЕРСАЛИЗАЦИЯ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ.

Универсализация биржевой торговли стала еще одним основным направлением развития фондовых бирж в последние несколько лет. Ее суть состоит в том, что одна биржа организует торговлю сразу на нескольких сегментах финансового рынка: рынке ценных бумаг, рынке срочных сделок, на валютном рынке, а в некоторых случаях и на товарном рынке. Универсализация биржевой деятельности необходима, для того, чтобы биржа могла быстрее адаптироваться к современным условиям, сложившимся в результате глобализации мировой экономики и усиливающейся конкуренции, развития компьютерных технологий.

Универсализация биржевой торговли является для биржи одним из способов снизить издержки, привлечь большее количество участников торгов, а следовательно, повысить ликвидность рынка.

Универсализация отчетливо проявляется в следующих аспектах: диверсификация и горизонтальная, а в последнее время и вертикальная, интеграция. Под диверсификацией понимается соединение в одной структуре различных видов бизнеса, но связанных либо технологически, либо по линии сбыта. Она проявляется в организации на одной бирже торговли и на рынке ценных бумаг, и на срочном и на валютном рынках. При этом извлекаются все преимущества от использования единой технологии, комплексного обслуживания участников рынка. Примером диверсификации является биржа Euronext, которая после поглощения Liffe обслуживает и рынок срочных инструментов. Горизонтальная интеграция подразумевает объединение производителей однородной продукции и реализуется в форме мультинациональных объединений бирж. Вертикальная интеграция – это объединение по технологической цепочке, которое позволяет использовать эффект экономии на масштабе. В разрезе биржевой торговли – это объединение трех основных технологических стадий: торговля – клиринг – расчеты, а так же наблюдается тенденция тяго

тения расчетно – клиринговых компаний к крупным биржевым структурам.¹¹⁸

Органичным сочетанием всех аспектов универсализации является Немецкая фондовая биржа. На ней представлены и кассовый, и срочный рынок, а так же она предоставляет услуги по расчетам и урегулированию сделок, информационные услуги и технологическое обслуживание. Deutsche Borse принадлежит 50% биржи деривативов Eurex, крупнейшей в мире, и 50% расчетно–клиринговой организации Clearstream.¹¹⁹

На практике универсализация фондовых бирж может происходить двумя способами. Первый заключается в организации новых торговых секций для торговли новыми финансовыми продуктами на базе уже существующей биржи. По такому пути пошли Токийская фондовая биржа, Фондовая биржа Сантьяго, Копенгагенская фондовая биржа. Второй способ универсализации состоит в слиянии уже существующих бирж, являющихся организаторами торговли в разных секторах финансового рынка. Этот способ универсализации использовали Венская фондовая биржа, Сингапурская фондовая биржа.¹²⁰

Результатом процесса универсализации является то, что фондовые биржи расширяют список инструментов, организаторами торговли по которым они являются. На биржах – членах Международной Федерации Бирж – наиболее широко представлены рынки акций и облигаций. В среднем по Федерации рынки акций в 2001 году присутствовали на 96% бирж. Рынки облигаций – на 83% бирж. Торговля варрантами осуществляется на 71% фондовых бирж. Торговля опционами и фьючерсами - на 58% и 59% бирж соответственно. На пятом месте после деривативов находятся паи инвестиционных фондов. Операции с ними осуществлялись на половине бирж, членов Федерации. Новым инструментом, который присутствует на 38% бирж, стали ETF's(Exchange Traded Funds). ETF's – это корзина акций, входящих в расчет биржевого индекса, которую инвестор может купить или

¹¹⁸ Марголит Г. Вызов принят! Рынок корпоративных ценных бумаг на ММВБ в свете мировых тенденций// Рынок ценных бумаг – 2002. - №19. – с.58.

¹¹⁹ Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1. – с. 110.

¹²⁰ Основы государственного регулирования финансового рынка: Алан Рот, Александр Захаров, Яков Миркин, Ричард Бернанд, Петр Баренбойм, Бруксли Борн. – М.:ЗАО «Юридический Дом «Юстицинформ»», 2002. – с.449.

продать в результате одной сделки. По сравнению с 2000 годом возросло число бирж, торгующих опционами на 4%, фьючерсами на 3%, варрантами на 4%. Число бирж, организующих торговлю ETF's возросло на 8%.¹²¹ (см. Приложение. 19.)

Универсализация биржевой торговли затронула и российские биржи.

На ММВБ в настоящее время действует национальная система торгов на всех основных сегментах финансового рынка – валютном, фондовом и срочном. Активно развивался сектор негосударственных ценных бумаг. В 2002 году суммарный оборот рынка акций и корпоративных облигаций по сравнению с 2001 годом вырос на 77% до 1,4 трлн. руб. Доля ММВБ в обороте биржевого рынка акций увеличилась за год на 3% и составила 87%. Это достигнуто за счет внедрения инноваций и активной работы с частными инвесторами, в том числе, за счет развития механизмов Интернет-трейдинга и Интернет-расчетов (с помощью Сберкарт), предоставления новых аналитических услуг (система поддержки операций трейдинга— СПОТ), проведения конкурсов для частных инвесторов, торгов паями паевых инвестиционных фондов.

Продолжил динамичное развитие рынок корпоративных облигаций. Около 60 эмитентов разместили новые выпуски на сумму 47 млрд. рублей, что почти в 2 раза больше, чем в 2001 году. Объем вторичных торгов на рынке облигаций увеличился более чем в 2 раза. Доля ММВБ в совокупном обороте корпоративных облигаций на организованном рынке, включая первичное размещение и вторичное обращение, составила 96%.¹²²

Кроме этого, был расширен спектр фондовых инструментов: начались операции РЕ-ПО с негосударственными ценными бумагами, создан рынок еврооблигаций с расчетами в валюте, произошло размещение ипотечных облигаций (Первая ипотечная компания, Московское ипотечное агентство). В мае 2003 года должен начать работу совместный проект ММВБ, ЕФБ и МФБ по организации рынка акций ОАО «Газпром».

¹²¹ <http://www.world-exchanges.com/>

¹²² <http://www.micex.ru/>

ММВБ является единственной в России биржей на которой организованы торги государственными ценными бумагами. Широкое использование новых технологий в секторе государственных ценных бумаг ММВБ позволило увеличить объем торгов ГЦБ на 27% - до 255,8 млрд. рублей, при этом номинальный объем рынка торгуемых государственных облигаций вырос на 36% (до 217 млрд. руб.).¹²³ Среди новаций можно назвать увеличение времени проведения торгов и расчетов, выпуск ОФЗ с амортизацией долга (ОФЗ-АД), возобновление операций прямого РЕПО против Банка России, введение специальной системы электронного документооборота, а также снижение биржевой комиссии. Подготовлены проекты создания рынка государственных сберегательных облигаций (ГСО) и организации на основе биржевой торговой системы депозитных аукционов Банка России.

ММВБ так же является курсообразующим центром и своих позиций на организованном валютном рынке. Модифицированная ЕТС продемонстрировала почти двукратное увеличение объемов торгов. Среднедневной объем торгов, составивший в 2002 г. 89 млн. долл., в первом квартале 2003 года увеличился почти вдвое (до 170 млн. долл.).¹²⁴

Совокупный объем торгов на срочном рынке ММВБ в прошедшем году составил 13,3 млрд. руб., увеличившись по сравнению с 2001 годом в 2,6 раза. В 2002 году были начаты торги производными инструментами на фондовые активы, в частности, были введены в обращение фьючерсы на акции ведущих российских эмитентов. Вместе с тем, на фоне других рынков ММВБ оборот рынка стандартных контрактов и активность участников остаются низкими. Кроме этого, в 2002 году ММВБ совместно с Минсельхозом и Минэнерго начала реализацию проектов по созданию организованных товарных рынков на зерно, сахар, нефтепродукты.¹²⁵

В мае 2003 года АУВЕР совместно с ММВБ внедрит Информационную вексельную систему (ИС ОВР), которая представляет собой совокупность правил и стандартов, вычислительных средств, программного обеспечения, баз данных, телекоммуникационных

¹²³ <http://www.micex.ru/>

¹²⁴ <http://www.micex.ru/>

средств и другого оборудования, обеспечивающих возможность поддержания, хранения, обработки и раскрытия информации, необходимой для совершения и исполнения сделок с векселями, заключаемых вне ИС ОВР. В информационной вексельной системе АУВЕР не осуществляется обращение векселей (заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на них). Она является системой информационного обеспечения внебиржевого организованного рынка векселей. Конечной целью развития ИС ОВР является осуществление поставки против платежа на вексельном рынке, путем депонирования векселей в Национальном депозитарном центре (НДЦ) и проведения расчетов через Расчетную палату ММВБ и далее организация биржевого рынка коммерческих бумаг (наиболее ликвидных векселей).¹²⁶

Система торгов фондовой биржи РТС включает¹²⁷:

- Классический рынок акций, на котором члены биржи РТС, работающие на этом рынке, могут выставлять котировки и заключать сделки по акциям, выбирая валюту расчета, как на условиях свободной поставки, так и на условиях «поставка против платежа» с постдепонированием активов. В 2002 году объем рынка составил 4 570 млн. долл.
- Биржевой рынок акций, на котором можно заключать сделки с корпоративными ценными бумагами подавая как адресные, так и безадресные заявки. Организатором торгов на Биржевом рынке выступает Фондовая биржа «Санкт-Петербург», на которой сосредоточен основной оборот акций ОАО «Газпром» на внутреннем рынке России. Объем биржевого рынка акций составил в 2002 году около 1 468 млн. долл..
- Рынок облигаций RTS Bonds, предназначенный для заключения сделок с корпоративными, государственными, муниципальными облигациями, еврооблигациями. Объем рынка RTS Bonds в 2002 году составил 60 млн. долл..

¹²⁵ <http://www.micex.ru/>

¹²⁶ <http://www.auver.ru/>

¹²⁷ <http://www.rts.ru/>

- Срочный рынок FORTS, на котором организована торговля срочными контрактами на фондовые активы и индексы. Объем рынка в 2002 году составил примерно 3 млрд. долл..
- Систему RTS Board, предназначенную для индикативного котирования ценных бумаг, не допущенных к обращению в Торговой системе РТС. Объем рынка RTS Board был в 2002 году равен 68 млн. долл.
- Национальную котировальную систему (НКС-векселя), которая призвана предоставить участникам вексельного рынка достоверную информацию о ценах векселей российских векселедателей и упростить процедуру поиска контрагентов по сделкам с векселями.
- Валютный рынок RTS Money. В апреле 2003 года РТС запустила торги иностранной валютой в тестовом режиме.
- Клиринговый центр на рынках акций и облигаций.

При этом совокупный объем торгов за 2002 го составил около 9,5 млрд. долл..¹²⁸

МФБ осуществляет организацию и проведение первичных и вторичных торгов ценными бумагами, специализированных аукционов по реализации заложенного имущества, торгов срочными контрактами с базисом ценные бумаги и другие активы, в том числе товарные. В планах МФБ запуск секции корпоративных облигаций, секции срочных контрактов, секции двойных складских свидетельств (варрантов), секции межбанковского рынка, секции торгов ценными бумагами с неполным покрытием.¹²⁹

Очевидно, что, стремясь конкурировать на рынке финансовых услуг, российские фондовые биржи активно включились в процесс универсализации. Происходит совмещение организации торговли инструментами фондового, валютного, срочного рынков. Таким образом, российские биржи превращаются в универсальные институты фондового рынка.

Основываясь на мировом опыте можно сделать вывод, что универсализация биржевой деятельности позволяет бирже снизить издержки, за счет эффекта экономии от мас

¹²⁸ <http://www.rts.ru/>

штаба, сборы, взимаемые с участников торгов, за счет снижения издержек, планировать единую согласованную стратегию дальнейшего развития всех финансовых рынков, дает возможность создать единую торговую и расчетную систему, максимально унифицировать биржевые правила., создает оптимальные условия для торговли и обеспечивает удобный доступ ко всем рынкам. Сосредоточение всех видов биржевой торговли в рамках одной организации позволяет тщательнее отслеживать попытки манипулирования на рынке. Позволяет распределить риски более равномерно, т.к. в отличие от специализированных бирж, развитие и финансовое благополучие которых находится в зависимости от состояния отдельного рынка, универсальная биржа может компенсировать свои убытки в одном сегменте рынка прибылью от других.¹³⁰:

Универсализация биржевой деятельности имеет немаловажное макроэкономическое значение и не только поддерживается государствами как тенденция, но и становится элементом государственной политики. Особенно актуально создание универсальных бирж для стран с относительно небольшими объемами финансовых рынков. Универсальные биржи, как инструмент государственной политики, снижают фрагментарность рынка, рыночный, кредитный, операционный риск, делая рынок более ликвидным. Позволяют регулировать одновременные действия финансовых институтов на нескольких сегментах рынка, осуществлять мониторинг и предотвращать манипулирование на рынке, обеспечивать честность и справедливость механизма ценообразования. Как часть системы антикризисного регулирования фондовые биржи расширяют способность государства отслеживать и предупреждать финансовые кризисы, и уменьшать их отрицательные последствия.¹³¹

Следовательно, тенденция универсализации биржевой торговли является, во-первых, одной из основных тенденций развития индустрии фондовых бирж, способствующих выполнению поставленных целей и задач, во-вторых, важным инструментом государствен-

¹²⁹ <http://www.mse.ru/>

¹³⁰ Захаров А. Универсализация бирж – веление времени // Время МН – 2002.

ной политики, способным поддержать конкурентоспособность национального финансового рынка, в-третьих, элементом антикризисного регулирования экономики.

§3.2. РАЗВИТИЕ НОВЫХ РЫНКОВ.

Привлечение капитала путем выпуска компаниями ценных бумаг становится все более актуальным, т.к. рынки капитала приспосабливаются гораздо быстрее к меняющимся условиям, нежели финансовые институты, предоставляющие заемный капитал. Центр тяжести в деятельности бирж в связи с этим смещается в новом направлении. Биржи пытаются создавать специальные системы для торговли акциями молодых компаний роста.

Идея создания “новых рынков” зародилась еще в середине девяностых годов. Суть подобных рынков заключалась в том, что через организованный рынок акций молодые инновационные компании, которые уже прошли стадию венчурного финансирования и находятся на этапе быстрого роста, должны привлекать капитал, для финансирования новых продуктовых линий, расширения производства апробированных товаров, развития сети сбыта, увеличения производственных мощностей. Итогом стала международная тенденция увеличения доли малых и средних компаний на биржевых рынках акций.¹³²

Впервые этот сегмент рынка появился в 1995 году в Великобритании на Лондонской фондовой бирже – Alternative Investment Market (AIM). В 1996 году Парижская фондовая биржа открыла “Новый рынок” – Nouveau Marche. На нем к торговле допускаются компании с активами более 20 миллионов франков и эмиссией на сумму 5- 10 миллионов. Сейчас в Европе уже существует сеть рынков, куда помимо вышеназванных входят Neuer Market (Немецкая фондовая биржа), Euro – NM (Амстердамская, Брюссельская фондовые биржи), Nuovo Mercato (Миланская биржа), NM – List (Хельсинки), SWX New Market (Швейцарская фондовая биржа). Бельгия, Франция и Германия предприняли попытку

¹³¹ Основы государственного регулирования финансового рынка: Алан Рот, Александр Захаров, Яков Миркин, Ричард Бернанд, Петр Баренбойм, Бруксли Борн. – М.: ЗАО «Юридический Дом «Юстицинформ»», 2002. – с.449-451.

¹³² Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – с.452 – 453.

объединить свои рынки для молодых компаний путем гармонизации правил допуска к торговле запустив программу Euro.NM. Позже к ним присоединились Нидерланды, Швеция, Дания, Швейцария и Италия. В Брюсселе в 1996 году была создана электронная торговая система EASDAQ, которая должна заниматься торговлей акциями небольших европейских компаний в наукоемких отраслях экономики. В США самым известным и значительным рынком роста является NASDAQ.¹³³

Качество и функциональность новых рынков определяются их прозрачностью и ликвидностью. Акции компаний роста являются особенно рисковыми, поэтому требуют соблюдения высокого стандарта прозрачности, честных и строгих правил организации торговли. Молодые компании должны вести учет на английском языке, в соответствии с международными стандартами отчетности, придерживаться специальных правил раскрытия информации

В Европе стандарты в области допуска и раскрытия информации диктует Neuer Market. Компании обязаны, во-первых, публиковать квартальные отчеты с заранее заданной структурой, в соответствии с международными стандартами, во-вторых, публиковать ad-hoc – сообщения, которые позволяют быстро проинформировать инвесторов на предмет существенных изменений, способных повлиять на курс акций.¹³⁴

Рынки малых и средних компаний в разных странах имеют схожие характеристики. Эмитентами, акции которых обращаются на этих рынках, являются молодые инновационные компании, хотя в ряде случаев делается попытка привлечь внимание к небольшим устойчивым компаниям, чьи акции обладают низкой ликвидностью или недооценены. Как уже говорилось выше, особое внимание уделяется раскрытию информации. Достаточно однородны требования к величине компаний (1-5 млн. долл. США). Для обеспечения ликвидности рынка устанавливаются минимальная величина акций, находящихся в обращении, минимальное количество акционеров, запрещения или ограничения на продажу ак

¹³³ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – с.135.

ций первоначальным акционерам. Большая часть рынков используют механизм ввода компаний на рынок через 1-2 маркет-мейкеров, кроме того многие рынки создают институт уполномоченных консультантов, которые работают с компанией по вопросам IPO. С организационной точки зрения эти рынки представляют собой сочетание дилерского рынка с двойным аукционом, онкольным или непрерывным, на основе централизованной компьютерной книги лимитных ордеров.¹³⁵ Структура новых рынков разных стран во многом схожа и может быть представлена в виде схемы. (см. Приложение. 20.)

На российском рынке этот сегмент пока еще остается свободным, хотя большая часть российских предприятий нуждается в модернизации, и вопрос о поощрении инновации очень актуален. Ведь именно растущие средние и малые предприятия испытывают наибольшие проблемы с привлечением инвестиций для своего развития, и именно они обладают хорошим потенциалом роста. За все время существования российского фондового рынка на нем не было ни одного реального первичного размещения акций российского предприятия.¹³⁶ Несмотря на то, что в России существуют молодые компании роста, особенно в высокотехнологичных отраслях, которые могли бы соответствовать критериям “новых рынков” и нуждаются в значительном объеме денежных ресурсов для развития.¹³⁷

Главными причинами отсутствия эмиссий малых и средних инновационных растущих предприятий на российском рынке являются: отсутствие специальных биржевых сегментов на российских биржах, низкая прозрачность российского рынка, высокая волатильность, высокий риск, отсутствие опыта IPO, а так же то, что рынок до сих пор расценивается иностранными инвесторами как спекулятивный. Поэтому российский рынок не рассматривается предприятиями как платформа для привлечения инвестиций. Большие компании пытаются привлекать капитал на зарубежных торговых площадках, путем вы

¹³⁴ Квач И., Хефер Ш. Развитие компании и биржа // Рынок ценных бумаг – 2001. - №18. – с. 42.

¹³⁵ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблицер, 2002. – с.454.

¹³⁶ Квач И., Хефер Ш. Развитие компании и биржа // Рынок ценных бумаг – 2001. - №18. – с. 41.

¹³⁷ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблицер, 2002. – с.454.

пуска АДР. А малые и средние компании не имеют возможности выхода ни на российский (вследствие его отсутствия), ни на западные рынки (из-за высоких затрат, низкой капитализации и несоответствия требованиям западных новых рынков).

Сложившаяся ситуация может развиваться в двух направлениях. Во-первых, российские компании могут попытаться вывести свои акции на зарубежные новые рынки, для чего им будет необходимо соответствовать требованиям, предъявляемым к эмитентам. Однако в этом случае российские биржи могут потерять сегмент рынка, предназначенный для малых и средних быстро растущих компаний навсегда. Во-вторых, российские биржи могут начать развивать новые рынки как специальный биржевой сегмент на своих площадках. И при обеспечении необходимых условий раскрытия информации, высокого стандарта прозрачности, честного и справедливого ценообразования, строгих и эффективных правил допуска, этот сегмент биржевой торговли может стать привлекательным для российских и западных инвесторов.

Первый шаг в направлении развития подобного рынка был сделан в 1999 году Санкт-Петербургской Валютной Биржей (СПВБ), которая создала биржевой сегмент “Рынок Роста Санкт – Петербург” (Growth Market St.-Petersburg, GMS).

Целью проекта является создание механизма финансирования малых и средних динамично развивающихся российских предприятий путем размещение их акций на бирже, и в первую очередь он ориентирован на инновационные растущие предприятия Санкт-Петербурга, Ленинградской области и Северо-Западного региона России. Проект реализуется при помощи Общества содействия развитию биржевых и финансовых рынков в Центральной и Восточной Европе, которое оказывает консультационные услуги как член Группы "Немецкая биржа" и поддерживается программой ТРАНСФОРМ Правительства Германии.¹³⁸

¹³⁸ <http://www.gms.ru/>

“Рынок Роста Санкт-Петербург” – российский “новый” рынок в том смысле, что на нем должны быть представлены только высокотехнологичные компании из любых отраслей, которые уже показали значительные темпы роста и позволяют ожидать их в дальнейшем. Таким предприятиям необходимы сравнительно дешевый доступ к капиталу и поддержка со стороны консультантов в процессе выхода на биржу и после него. Для поддержки компаний была создана сеть партнеров (около 25 компаний), которые готовы оказать предприятиям необходимую консультационную поддержку.¹³⁹

Потенциальными эмитентами, акции которых должны были бы обращаться на данном рынке являются предприятия, занимающиеся телекоммуникациями, программным обеспечением, пищевой промышленностью, производством и торговлей строительными материалами, нефтехимической и агрохимической промышленностью.

К эмитентам предъявляются следующие требования¹⁴⁰:

- ❖ организационно-правовой формой эмитента является "ОАО";
- ❖ объем продаж (выручка от реализации товаров, продукции, работ, услуг) по итогам последнего финансового года должен составлять не менее 1 млн. Евро;
- ❖ стоимость чистых активов должна быть больше размера его уставного капитала;
- ❖ срок существования эмитента должен быть не менее одного года;
- ❖ соблюдение эмитентом правил раскрытия информации в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации и нормативных актов ФКЦБ России;
- ❖ предоставление отчетности о финансово-хозяйственной деятельности в соответствии с международными стандартами (IAS или US GAAP);
- ❖ раскрытие информации о финансово-хозяйственной деятельности на русском и английском языках.
- ❖ компании-эмитенты должны быть образованы частными или юридическими лицами;
- ❖ темпы прироста оборота компаний-эмитентов должны составлять не менее 25% в год;

¹³⁹ Квач И., Хефер Ш. Развитие компании и биржа // Рынок ценных бумаг – 2001. - №18. – с. 42.

¹⁴⁰ <http://www.gms.ru/>

- ❖ компании-эмитенты должны располагать финансовой историей на протяжении не менее 2-х лет до даты эмиссии.

“Рынок Роста Санкт-Петербург” создавался на основе современных технологий и в соответствии с международными стандартами организации торгов и расчетов, а также раскрытия информации об эмитентах.

Модель рынка способна обеспечить высокую ликвидность. (см. Приложение. 21.) Для достижения ликвидности торговли привлекаются новые виды участников рынка ценных бумаг. К ним относятся специалисты, которые поддерживают котировки на рынке и андеррайтеры, которые обеспечивают эмитенту организацию размещения новых выпусков ценных бумаг. Публичное размещение части объемов выпуска акций (free - float) будет проводиться в виде аукциона или в виде открытой подписки. На рынке планируется применять новые типы заявок, а также дополнительные условия исполнения заявок. Контрольная функция заключается в том, что системой торгов биржи учитываются только те сделки с участием специалиста, которые совершены с выполнением торговых параметров. На рынке будет осуществляться дополнительный контроль деятельности всех его участников на предмет соответствия действующему законодательству на рынке ценных бумаг, а также требованиям внутренних документов СПВБ.¹⁴¹

Однако, к сожалению, проект “Рынок Роста Санкт-Петербург” так пока и остается проектом.

Развитие новых рынков является важным элементом развития не только фондовых бирж, но имеет большое макроэкономическое и социальное значение, т.к. вносит существенный вклад в рост экономики и занятости населения.

¹⁴¹ <http://www.gms.ru/>

§3.3. РАЗВИТИЕ ИНТЕРНЕТ - ТРЕЙДИНГА.

Развитие компьютерных и телекоммуникационных технологий, а так же Интернета, как глобальной распределительной среды, доступ к которой возможен из любой точки мира при наличии минимального аппаратного и программного обеспечения, определило новую концепцию финансового рынка. Финансовые рынки все больше перемещаются в сеть, а биржи становятся электронными. Электронная торговля постепенно стирает различия между альтернативными торговыми системами и традиционными биржами, что дает последним еще одно преимущество в конкурентной борьбе.

Системы прямого доступа на биржу появились еще в 1969 году. Первоначально они предназначались для крупных игроков, в первую очередь маркет-мейкеров, которые способны были оплатить крупные вступительные и накладные расходы для работы на торговой площадке. Таких систем всегда было немного, сфера их деятельности ограничена, а решаемые задачи уникальны. Эти системы всегда рассматривались как вспомогательные, не имеющие юридической силы при отдаче команд, т.к. существовали значительные законодательные преграды для широкого использования систем прямого доступа. Сделку в любом случае осуществлял посредник, а не прямой инвестор. Действительно широкое распространение системы прямого доступа к торгам получили только после появления электронных коммуникационных сетей (ECN), которые открыли доступ массовому инвестору на крупнейшие в мире биржевые площадки NYSE и NASDAQ.¹⁴²

В результате конкурентной борьбы между традиционными биржами и альтернативными торговыми системами, биржи были вынуждены существенным образом модернизироваться, чтобы соответствовать требованиям новой конкурентной среды. Большая часть бирж, как уже отмечалось ранее, перешли от “голосовых торгов” к электронным системам торговли, что позволило биржам так же предоставлять прямой доступ к системе торгов.

¹⁴² <http://www.bizcom.ru/>

В настоящее время наблюдается уверенный рост объемов биржевой торговли, основанной на использовании систем прямого доступа. И все большее число бирж внедряет системы прямого доступа к своим торгам. Достаточно давно реализован аналог функции прямого доступа в системе DOT на крупнейшей в мире фондовой бирже NYSE, которая позволяет передавать электронную заявку напрямую специалисту биржи. Так же следует отметить создание объединенной электронной европейской биржи EUREX.¹⁴³

Бурное развитие Интернета стало основным фактором, позволившим биржам внедрить системы прямого доступа. Теперь торговля ценными бумагами в режиме онлайн фактически подразумевает торговлю через Интернет.

Фактически торговля ценными бумагами через Интернет началась в 1995г, когда появились первые электронные брокеры(on-line brokers). К началу 1999г. примерно 14% всех приказов в США поступало через одного из ста брокеров. Более 30% объема торговли Нью-йоркской фондовой биржи и NASDAQ приходится на сделки через Интернет. Количество он-лайн-счетов, составлявшее 3,7 млн. в 1997г, в начале 1999г. выросло до 9,7 млн., а в конце – 16 млн.. В Великобритании количество сделок с акциями удваивается каждые три месяца.¹⁴⁴

Первоначально организаторы торговли использовали Интернет только для предоставления информации о себе, услугах, правилах, членах, котировках, эмитентах. Подача заявки от клиента брокеру происходила по Интернету, затем онлайн – брокер передавал приказ на биржу, а после совершения сделки брокер оповещал клиента о характере совершенной сделки. Переходу к использованию Интернет для прямой передачи приказов препятствовала организационно – правовая форма фондовых бирж, созданных в форме компаний, принадлежащих членам, которые обладали исключительным правом торговли на них. Поэтому первые Интернет – системы создавались как системы доступа клиента к брокеру через Интернет. Однако вследствие того, что их основными пользователями яв

¹⁴³ <http://www.bizcom.ru/>

ляются мелкие и средние инвесторы, которые хотят самостоятельно принимать решения, и благодаря процессу коммерциализации фондовых бирж, в настоящее время большее развитие получили Интернет – системы, предоставляющие инвестору прямой доступ на биржевые торговые площадки.¹⁴⁵ Даже в том случае, если торговля осуществляется на фондовой бирже являющейся закрытой системой, заявка передается от инвестора непосредственно на биржу через специальную электронную систему, но от имени брокера.

Развитию интернет – торговли способствует не только спрос со стороны потребителей, но и довольно низкий уровень цен на коммуникационные услуги и персональные компьютеры. А так же то, что интернет – трейдинг резко снижает размер средств, необходимый инвестору для выхода на рынок.

История развития Интернет – трейдинга в России берет свое начало в 1999 году. Необходимо отметить, что российские биржи изначально создавались как электронные торговые площадки на базе передовых систем биржевой торговли. Поэтому уровень биржевых торгов в России соответствует мировым стандартам. Основным мотивом для внедрения Интернет - трейдинга на российском фондовом рынке была необходимость удешевления системы доступа инвестора на рынок после кризиса 1998 года.¹⁴⁶

Предпосылками появления систем Интернет –трейдинга стали рост популярности Интернета и создание на ММВБ универсального программно – аппаратного интерфейса (шлюза) для подключения электронных брокерских систем.

Шлюз представляет собой универсальный двунаправленный аппаратно-программный интерфейс. Он дает возможность "внешним" системам как получать необходимую информацию из биржевой торговой системы (информацию о рынке, котировки, сделки, позиции и т.д.) в режиме реального времени, так и проводить активные операции – подавать и снимать заявки. Промышленная версия шлюза была разработана фирмой

¹⁴⁴ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – с.139.

¹⁴⁵ Щеглов А. Пути развития Интернет – торговли на российском фондовом рынке. Анализ зарубежного опыта // Индикатор – 2002. - №01. – с.57.

СМА Small Sestems АВ, системным интегратором всего проекта торговой системы ММВБ. Аппаратно шлюз состоит из двух компьютеров, информационно соединенных по СОМ-портам. Один из компьютеров шлюза устанавливается в торговой системе, другой – в брокерской компании. Специалисты ММВБ проводят установку каждого шлюза, его соединение с электронной брокерской системой. Ими проверяется конфигурация и соответствие брокерской системы требованиям ММВБ, а также удостоверяется готовность администратора брокерской системы к квалифицированному обслуживанию комплекса. Подобные организационно-технические меры позволяют ММВБ максимально снизить риски, связанные с организацией удаленного доступа к биржевым торгам.¹⁴⁷

Главная задача создания трехуровневой электронной системы «клиент-брокер-биржа» – повышение уровня автоматизации фондового рынка и, в частности, реализация автоматизированной обработки клиентских заявок. Электронные брокерские системы без интеграции с биржевой системой неизбежно наталкиваются на неадекватность возросших возможностей брокерских комплексов по сбору клиентских заявок и низкой способностью обработки запросов при взаимодействии брокера с биржевым торговым комплексом в ручном режиме. С появлением же интерфейса между этими системами, данное противоречие снимается. С внедрением шлюза инвестор может торговать вводя в биржевую систему приказы непосредственно со своего компьютера. Однако предварительно ему необходимо стать клиентом инвестиционной компании или банка, использующих систему Интернет-трейдинга, так как с юридической точки зрения сделки на ММВБ могут заключать только профессиональные участники — члены секции фондового рынка и именно на них лежит вся ответственность перед ММВБ за действия своих клиентов. Брокер заводит счет, на который клиент должен перевести деньги. После этого они будут перечислены в Расчетную палату ММВБ. Для осуществления дальнейших операций инвестору необходимо установить на свой компьютер необходимое программное обеспечение и получить

¹⁴⁶ Хорунжий А. Интернет – трейдинг и информационное общество // Индикатор – 2002.- №01. – с.49.

¹⁴⁷ <http://www.micex.ru/>

идентификатор и пароль. Брокерские системы устроены так, что на мониторе пользователя отражается все происходящее на торгах. Фактически, компьютер клиента брокерской компании превращается в полноценный биржевой терминал. Алгоритм прохождения заявок через шлюз ММВБ нисколько не отличается от пути приказов, поступающих с удаленного рабочего места ММВБ. Инвестору видны все обращающиеся на бирже ценные бумаги, их котировки, выставляемые заявки, заключаемые сделки.¹⁴⁸

Путь прохождения заявки очень прост. Через Интернет она попадает на сервер брокера. На сервере происходит ее авторизация и проверка лимитов клиента по деньгам и ценным бумагам. Далее заявка уже от имени брокерской компании или банка автоматически транслируется в торговую систему биржи. Весь процесс от момента ввода заявки до ее появления на биржевых терминалах занимает менее секунды. Сразу после покупки или продажи бумаг, при изменении цены, инвестор может совершить обратную операцию (так называемое «скальпирование»).

Торговая система ММВБ изначально рассчитывалась на биржевые обороты, сопоставимые с оборотами на Нью-Йоркской фондовой бирже, поэтому и центральное звено системы – UNIX- сервер, и технология торгов сегодня имеют достаточный запас прочности. С технической точки зрения шлюзы не имеют никаких ограничений по пропускной способности приказов клиентов. Кроме того, на бирже постоянно ведется работа по обновлению парка машин и повышению вычислительных мощностей. Поэтому ММВБ готова к проведению биржевых торгов адекватных требованиям рынка.¹⁴⁹

Первыми брокерскими компаниями, внедрившими новый сервис для своих клиентов были компании «Алор – Инвест» и «Открытие».¹⁵⁰

Помимо них в список брокерских систем "брокер-клиент", обеспечивающих взаимодействие с торговой системой ММВБ, включены: WEB2L (разработки фирмы CMA Small Systems AB); QUIK (СМВБ); "Инвестор" ("Инист"); ИТС (НВФБ). Недавно список был

¹⁴⁸ <http://www.internetfinance.ru/>

¹⁴⁹ <http://www.micex.ru/>

дополнен системой "NetInvestor", являющейся совместной разработкой ЗАО "Алор-Инвест" и информационного агентства "МФД-ИнфоЦентр". Любая компания – член секции фондового рынка ММВБ при организации собственного Интернет-трейдинга может использовать электронную брокерскую систему из этого списка, либо разработать собственную брокерскую систему, и после проверки ее специалистами ММВБ на соответствие биржевым требованиям, подключиться к торговой системе. Подобные собственные разработки используют ГУТА-банк и Альфа-банк.¹⁵¹

Сегодня 185 участников фондового рынка из различных регионов России (Центрального, Северо-Западного, Северо-Кавказского, Уральского, Сибирского, Дальневосточного и Поволжья) уже работают с использованием шлюза ММВБ. Доля сделок с помощью систем интернет – трейдинга в Секции фондового рынка ММВБ постоянно возрастает. (См. Приложение 22.) В апреле 2003 года доля сделок, осуществлявшихся через шлюз ММВБ, в торговом обороте составила – 54,4%, а в общем количестве сделок – 83%.¹⁵²

В 2000 году фондовая биржа РТС запустила в работу "шлюз РТС". "Шлюз РТС" - комплекс программного обеспечения для онлайн-торговли в системе гарантированных котировок. Программное обеспечение шлюза РТС предоставляет автоматизированным системам, установленным у участника торгов, функции двунаправленного информационного обмена с торговой системой СГК. С одной стороны, он позволяет получать текущую информацию из торговой системы (списка ценных бумаг, допущенных к обращению в биржевой торговой системе; их параметров; списка котировок и сделок, заключенных по каждой бумаге). Кроме рыночной информации через шлюз можно получать и по договоренности с информационными агентствами транслировать клиентам ленты новостей. С другой стороны, с помощью шлюза можно разместить в биржевую торговую систему заявку на покупку или продажу ценных бумаг, а также направить отчет о сделке.

¹⁵⁰ Коротких С. Два года Интернет – трейдингу в России: итоги и перспективы//Индикатор–2002.-№01.–с.45.

¹⁵¹ <http://www.internetfinance.ru/>

Все функции, необходимые для работы с торговой системой, доступны в виде интерфейса прикладного программирования (Application Program Interface - API). Шлюз РТС не предоставляет пользователю графического интерфейса - эти функции выполняет Рабочая станция РТС.

Взаимодействие с торговой системой РТС обеспечивают следующие брокерские системы: QUIK-Брокер("СМВБ - Информационные технологии"), NetInvestor (МФД-ИнфоЦентр), WEB2L (СМА Small Systems AB), NetTrader.ru (ЗАО НЭТТРЭЙДЕР), GутаBROKER (Гута-Банк), Альфа-директ (Альфа-банк), МФЦ on-line (МФЦ), Aton-Line (Атон), Z-Trade (Церих Кэпитал Менеджмент), Alog Trade (Алор-Инвест), Active Trade (Лукойл-Резерв-Инвест), ИТС-Брокер (ЗАО "Нижегородская Валютно-Фондовая Биржа"), Инвестор (ИНИСТ).¹⁵³

За прошедшие несколько лет Интернет-трейдинг успел пройти пору бурного становления и из экзотического новшества превратился в инструмент реального бизнеса для многих брокерских компаний. Сейчас он вступает в новую фазу развития – в период, когда возможности экстенсивного роста начинают исчерпываться. Объем операций и количество сделок через Интернет подходят к определенному порогу возможностей инвесторов, работающих через Интернет. И это не удивительно, ведь в России очень низкий уровень инвестиционной культуры, а доверие населения к финансовой системе подорвано действиями государства и финансовыми кризисами. Поэтому важным направлением представляется повышение доверия населения к финансовой системе страны, а так же пропаганда возможностей Интернет – трейдинга.¹⁵⁴

По оценкам Фонда “Общественное мнение” на конец 2002 года количество пользователей Интернета в России было равно 8,8 миллиона, что составляет 8% жителей России в возрасте от 18 лет и старше. По прогнозам в первом полугодии 2003 года она приблизится к 12 миллионам человек, составив таким образом 11% взрослого населения России,

¹⁵² <http://www.micex.ru/>

¹⁵³ <http://www.rts.ru/>

к концу 2004 года охват аудитории может превысить 15 миллионов человек, что сравнимо с количеством Интернет- пользователей в Канаде. По территориальному признаку основная часть российских пользователей Интернета находится в Москве (29%) и Санкт – Петербурге(6%). По 1%- 1,5% приходится на пользователей Свердловской области, Краснодарского края, Московской, Новосибирской, Ростовской областей. Пользователи остальных регионов составляют около 23%.¹⁵⁵ (см. Приложение 23)

Следовательно, одним из основополагающих факторов развития Интернет - трейдинга является создание информационных систем Интернет – торговли, ориентированных на мелкого и среднего инвестора. Важна стоимость создания необходимой информационно – технологической инфраструктуры: мощные вычислительные установки, программное обеспечение, канал связи с биржей, широкополосный канал для обслуживания клиентов через Интернет, средства защиты от сетевых атак, высококвалифицированный персонал для эксплуатации и обслуживания системы.¹⁵⁶

Минимальный размер средств, необходимый для выхода на рынок так же является немаловажным фактором привлечения малых инвесторов. Крупнейшие Интернет - брокеры российского рынка пытаются привлечь клиентов небольшим объемом средств, необходимых для входа на рынок. Например, компания Алор – Трейд вообще не устанавливает минимальный размер начальной суммы для работы на фондовом рынке. Раньше из-за больших накладных расходов рекомендуемый минимум для начала торгов составлял 10 000 долл. Теперь покупку акций можно начинать с нескольких тысяч рублей. Исключение составляет услуга "Фиксированная доходность", минимальная сумма, по которой определена в размере 50 тыс. рублей. Для работы на срочном рынке минимальная сумма составляет 10 000 рублей.¹⁵⁷

¹⁵⁴ Коротких С. Два года Интернет–трейдингу в России: итоги и перспективы//Индикатор–2002.-№01.–с.47.

¹⁵⁵ <http://www.rumetrica.rambler.ru/>

¹⁵⁶ Щеглов А. Пути развития Интернет – торговли на российском фондовом рынке. Анализ зарубежного опыта // Индикатор – 2002. - №01. – с.58.

¹⁵⁷ <http://www.alor.ru/>

Крупнейшие интернет – брокеры российского рынка пытаются привлечь клиентов невысокой платой за использование систем Интернет – трейдинга, или отсутствием таковой, т.е. при заключении договора на брокерское обслуживание клиент получает право пользоваться используемой компанией системой Интернет - трейдинга. (см. Приложение. 24.)

Важным направлением станет расширение спектра услуг, предоставляемых брокерскими компаниями клиентам, например, обеспечение их оперативной новостной, аналитической и другой дополнительной информацией. Так как для развития рынка и привлечения клиентов необходим лучший сервис. Одновременно Интернет – трейдинг должен стремиться максимально приблизиться по качеству к традиционному брокерскому обслуживанию.¹⁵⁸

В ближайшем будущем на российском рынке возможен переход Интернет трейдинга на качественно новый уровень. И речь не идет о несостоявшемся war – трейдинге, вероятнее всего скорее будет реализован мобильный трейдинг, благодаря внедрению нового поколения технологий сотовой телефонии.

Получив начало развития на фондовом рынке, Интернет – трейдинг теперь развивается на других секторах финансового рынка.

Интернет – трейдинг – это новая форма работы на фондовом рынке и его будущее во многом зависит от развития самого фондового рынка.

¹⁵⁸ Свинцов А. Качество систем Интернет – трейдинга – важнейший регулирующий фактор на новом этапе развития // Индикатор – 2002. - №01. – с.56.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ.

В последнее десятилетие мировая индустрия фондовых бирж претерпела значимые, глубокие и стремительные изменения, которые в свою очередь определяют дальнейшие горизонты развития фондовых бирж. Эти изменения значительным образом повлияли на организацию деятельности фондовых бирж, организационно – правовую форму бирж, принципы членства, проведение биржевых торгов, доходы и расходы фондовых бирж, и нашли свое отражение в современных определениях понятия “фондовая биржа”.

Основными факторами развития индустрии фондовых бирж на сегодняшний день являются:

- ❖ Прогресс в развитии биржевых технологий, развитие телекоммуникационных сетей, появление средств криптографической защиты информации, а благодаря развитию Интернета, возможность доступа инвестора на биржу из любой точки земного шара в режиме реального времени.
- ❖ Обострение конкуренции непосредственно между фондовыми биржами, а так же между фондовыми биржами и альтернативными торговыми системами.
- ❖ Либерализация финансовых рынков, сближение фондового законодательства, унификация правил торговли.

В мировой практике были выявлены следующие основные тенденции развития фондовых бирж: глобализация биржевой деятельности, коммерциализация фондовых бирж, универсализация биржевой торговли, развитие новых рынков и Интернет – трейдинга.

Коммерциализация фондовых бирж является одним из основополагающих направлений развития. Внешним проявлением этого процесса является изменение организационно-правовой формы фондовых бирж. Многие крупнейшие биржи мира уже стали коммерческими предприятиями, акции некоторых из них обращаются на фондовой бирже. По данным Международной Федерации Бирж в начале девяностых годов 90% фондовых бирж – членов Федерации - являлись частными компаниями, находящимися в собственно

сти своих членов. В течение десяти лет под влиянием процесса коммерциализации ситуация коренным образом изменилась. В 2001 году доля бирж, находящихся в собственности членов снизилась до 35,3%. В то время как доля фондовых бирж – частных компаний, прошедших процесс коммерциализации, и публичных компаний, акции которых котируются на бирже, выросла до 45%. Однако, несмотря на процесс коммерциализации, в структуре собственников фондовых бирж преобладают их членам. Интересным является тот факт, что члены биржи составляют 97% и 93% в составе собственников бирж, прошедших процесс коммерциализации и тех, чьи акции имеют листинг на бирже соответственно. Коммерциализация значительным образом влияет на структуру доходов и расходов фондовых бирж, так как основной целью фондовой биржи, прошедшей процесс коммерциализации, становится получение прибыли. По данным МФБ в 1996 году большая часть бирж (64%) – ее членов – являлись неприбыльными организациями. К 2001 году количество прибыльных бирж возросло почти в два раза и составило около 68%. Коммерциализация бирж порождает ряд проблем, связанных с возможным банкротством фондовой биржи и выполнением роли саморегулируемой организации, так как создает конфликт между интересами биржи как коммерческого предприятия и регулятора рынка.

Глобализация биржевой деятельности проявляется в создании так называемых стратегических альянсов и слиянии фондовых бирж. Сегодня почти все ведущие биржи мира включились в процесс глобализации. И это рационально, ведь основное преимущество глобализации – охват максимально возможной территории, торговля в одной системе различными финансовыми инструментами, быстро, эффективно и с минимальными затратами. Одним из наиболее ярких примеров глобализации является создание биржи Euronext.

Универсализация биржевой торговли является еще одной значимой тенденцией развития фондовых бирж. Она позволяет биржам снизить издержки, создать оптимальные условия для торговли и удобный доступ ко всем рынкам, отслеживать попытки манипулирования, более равномерно распределить риски, привлечь большее количество участников

торгов, а следовательно, повысить ликвидность рынка. Результатом процесса универсализации является то, что фондовые биржи расширяют список инструментов, организаторами торговли по которым они являются. На биржах – членах Международной Федерации Бирж – наиболее широко представлены рынки акций и облигаций. Рынки акций в 2001 году присутствовали на 96% бирж, рынки облигаций – на 83%, торговля варрантами осуществляется на 71%, опционами и фьючерсами - на 58% и 59% соответственно, операции с паями инвестиционных осуществлялись на 50% бирж, членов Федерации. Новым инструментом, который присутствует на 38% бирж, стали ETF's. Универсализация биржевой торговли имеет большое макроэкономическое значение и является важным инструментом государственной политики, элементом антикризисного регулирования экономики.

Развитие новых рынков является актуальным для фондовых бирж с точки зрения позиционирования биржи на рынке. Многие крупные биржи создали на своих торговых площадках рынки роста. Выход компаний на такой рынок способствует привлечению капитала, для финансирования новых продуктовых линий, расширению производства, развитию сети сбыта, увеличению производственных мощностей. Итогом стала международная тенденция увеличения доли малых и средних компаний на биржевых рынках акций.

Развитие Интернета, как глобальной распределительной среды, доступ к которой возможен из любой точки мира при наличии минимального аппаратного и программного обеспечения, определило новую концепцию финансового рынка. Финансовые рынки все больше перемещаются в сеть, а биржи становятся электронными. Первоначально биржи использовали Интернет только для предоставления информации о себе, услугах, правилах, членах, котировках, эмитентах. Сейчас наблюдается уверенный рост объемов биржевой торговли с использованием систем Интернет -трейдинга. Развитию интернет – торговли способствует не только спрос со стороны потребителей, но и довольно низкий уровень цен на коммуникационные услуги и персональные компьютеры, а так же то, что интернет – трейдинг резко снижает размер средств, необходимый инвестору для выхода на рынок.

Проанализировав мировой опыт можно сделать вывод, что в России факторы, влияющие на развитие фондовых бирж действуют не менее остро, чем на фондовых рынках мира.

На основании мирового опыта в России произошло изменение концепции организатора торговли ценными бумагами, но пока только на законодательном уровне. Теперь российские фондовые биржи могут создаваться в форме акционерного общества. Однако, несмотря на преимущества коммерциализации, доказанные на мировом опыте, по ряду причин российские биржи не спешат коммерциализироваться.

Стремясь конкурировать на рынке финансовых услуг, российские фондовые биржи активно включились в процесс универсализации. Происходит совмещение организации торговли инструментами фондового, валютного, срочного рынков. Таким образом, российские биржи превращаются в универсальные институты фондового рынка.

Мировая тенденция развития “новых рынков”, несмотря на крайнюю необходимость создания таковых в России, не получила должного продолжения. Проект “Рынок Роста Санкт-Петербург” Санкт-Петербургской Валютной Биржи, целью которого является создание механизма финансирования малых и средних динамично развивающихся российских предприятий путем размещения их акций на бирже, так пока и остается проектом.

Активное развитие систем Интернет –трейдинга является объективной закономерностью для российских бирж, так как, в отличие от многих крупнейших западных бирж, они изначально создавались как электронные торговые системы. На сегодняшний день и на ММВБ, и на РТС создан универсальный программно – аппаратный интерфейс – шлюз - который позволяет как получать необходимую информацию из биржевой торговой системы в режиме реального времени, так и подавать и снимать заявки. Сегодня 185 участников фондового рынка из различных регионов России уже работают с использованием шлюза ММВБ. Доля операций с использованием систем Интернет – трейдинга на ММВБ в апреле 2003 года составила 83% в общем количестве сделок фондовой секции.

Глобализация биржевой деятельности оказала существенное влияние на российский фондовый рынок. Для того, чтобы российский рынок не стал провинциальным и не испытывал постоянный дефицит финансовых ресурсов, необходимо повысить конкурентоспособность российского рынка в глазах иностранных инвесторов, предотвратить перемещение торговой активности за рубеж, сформировать площадку привлекательную для эмитентов ближнего зарубежья, создать удобные условия работы для финансовых посредников - нерезидентов. Для этого в России необходимо создать хотя бы одну биржу, способную конкурировать с зарубежными биржами. Поэтому, одним из направлений развития российских фондовых бирж должно стать укрупнение организаторов торговли. В условиях глобализации возрастает потребность в углублении взаимодействия бирж стран СНГ и координация их работы, что будет способствовать росту оборотов, повышению ликвидности для бирж СНГ, а так же формированию единого биржевого пространства и рынка капитала. Без взаимодействия финансовых рынков стран СНГ невозможно развитие российского фондового рынка. Необходимо уделить особое внимание развитию сотрудничества российских фондовых бирж с западными.

История существования и развития фондовых бирж доказала, что фондовая биржа является неотъемлемой частью фондового рынка, имеет важное макроэкономическое значение. А значит, какие бы изменения не происходили, в любом случае, будет необходим регулярно функционирующий организованный рынок для торговли стандартными финансовыми инструментами, и этим рынком будет фондовая биржа.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.

1. Федеральный закон Российской Федерации О рынке ценных бумаг: Принят Государственной Думой 20.03.96г., Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 22.04.96г. №39-ФЗ (с изменениями от 26 ноября 1998 г., 8 июля 1999 г., 28 декабря 2002г.)
2. Федеральный закон Российской Федерации Об акционерных обществах: Принят Государственной Думой 24.11.95г., Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 26.12.95г. №208-ФЗ (с изменениями и дополнениями от 13 июня 1996г., 24 мая 1999г., 7 августа 2001г., 31 октября 2002г.)
3. Федеральный закон Российской Федерации О некоммерческих организациях: Принят Государственной Думой 08.12.95г. Указом Президента Российской Федерации от 12.01.96г. № 7-ФЗ (с изменениями от 26.11.98г., 08.07.99г., 28.12.02г)
4. Биржевая деятельность/ Ред. проф. А.Г. Грязновой, проф. Р.В. Корнеевой, проф. В.А. Галанова. М.: «Финансы и статистика», 1995. – с.240.
5. Биржевое дело: Учебник для студентов высших учебных заведений/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. Галанова В.А., Басова А.И., Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 2001.- 304с.:ил.
6. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624с.
7. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. - М.: Перспектива, 1995. - 536с.
8. Основы государственного регулирования финансового рынка: Алан Рот, Александр Захаров, Яков Миркин, Ричард Бернанд, Петр Баренбойм, Бруксли Борн. – М.: ЗАО «Юридический Дом «Юстицинформ»», 2002. - 512с.

9. Ричард Дж. Тьюлз и др. Фондовый рынок:/ Ричард Дж. Тьюлз, Эдвард С. Бредли, Тэд М. Тьюлз. - М.: Инфра - М, 1997. – с.648.
10. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. - М.: Инфра – М.: 1996. – с.304.
11. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. – 312с.
12. Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998.-352с.
13. Ценные бумаги:Учебник для студ.экон.специальностей вузов/В.И. Колесников, В.С. Торкановский, Л.С. Тарасевич и др.; Под редакцией В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. - М.:Финансы и статистика,2001. – с.448.
14. Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами/Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации М.: «Финансы и статистика», 1997. – 336с.
15. Гаврилин В. Бизнес – модели развития фондовых бирж в условиях глобализации финансовых рынков XXI века // Финансист – 2002. - №3. – С.70 – 77.
16. Гаврилин В. Общеввропейская биржа Euronext – шаг навстречу глобализации или поиск зарубежных инвестиций? //Финансист – 2002. - №1. – С.69 - 72.
17. Глобализация биржевой торговли // БИКИ – 2000. - №75. – С.16.
18. Захаров А. Перспективы развития бирж в России и СНГ. // Известия – 16 мая 2000. – С.6
19. Захаров А. Универсализация бирж – веление времени // Время МН – 2002. - №882.

20. Зубченко Л. Сотрудничество между организованными финансовыми рынками // Вестник НАУФОР – 2002. - №1.
21. Квач И., Хефер Ш. Развитие компании и биржа // Рынок ценных бумаг – 2001. - №18. – с. 40-43.
22. Коротких С. Два года Интернет – трейдингу в России: итоги и перспективы // Индикатор – 2002. - №01. – С.45 - 47.
23. Лауфер М. Особенности развития современных фондовых бирж (статистика и тенденции) // Вопросы экономики - 1999. - №5 – С.127 - 139
24. Марголит Г. Вызов принят! Рынок корпоративных ценных бумаг на ММВБ в свете мировых тенденций// Рынок ценных бумаг – 2002. - №19. – С.56 - 59
25. Миркин Я.М. Фондовые биржи в России: стать коммерческими, чтобы выжить // Рынок ценных бумаг. - 2000. - №10. – С.36-38.
26. Московская межбанковская валютная биржа: в связи с 10 – летием // Деньги и кредит. – 2002. - №1.- с.77 - 79.
27. Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1. – P.105 – 113.
28. Сафронов Б. Козицын С. Бирже “РТС” не дают покоя // Ведомости – 2003. - №62. – с.А1.
29. Свинцов А. Качество систем Интернет – трейдинга – важнейший регулирующий фактор на новом этапе развития // Индикатор – 2002. - №01. – С.55 – 56.
30. Соломатин Е. Приоритетные технологии на фондовом рынке // Банковские технологии – 1999. - №10.- С.10 – 19.
31. Чалдаева Л. К вопросу об определении понятия «фондовая биржа» //Финансовый бизнес. - 2002. - №1.-С.16 -19
32. Щеглов А. Пути развития Интернет – торговли на российском фондовом рынке. Анализ зарубежного опыта // Индикатор – 2002. - №01. – С.57 – 58.

33. <http://www.world-exchanges.com/>;
34. <http://www.micex.ru/>
35. <http://www.rts.ru/>
36. <http://www.mse.ru/>
37. <http://www.spcex.ru/>
38. <http://www.spbex.ru/>
39. <http://www.esex.ru/>
40. <http://www.sicex.ru/>
41. <http://www.nnx.ru/>
42. <http://www.kbst.ru/>
43. <http://troyka.4line.ru/>
44. <http://www.nyse.com/>;
45. <http://www.internetfinance.ru/>
46. <http://www.bizcom.ru/>
47. <http://www.rosbroker.ru>
48. <http://www.euronext.com>
49. <http://www.gms.ru/>
50. <http://www.auver.ru/>
51. <http://www.rumetrica.rambler.ru/>
52. <http://www.alor.ru/>
53. <http://www.aton.ru/>
54. <http://www.bcs.ru/>
55. <http://www.open.ru/>

ПРИЛОЖЕНИЕ.*Приложение. 1.*

Фондовые биржи, являющиеся членами Международной Федерации Фондовых Бирж:

American Stock Exchange	Italian Exchange
Athens Stock Exchange	Jakarta Stock Exchange
Australian Stock Exchange	JSE Securities Exchange, South Africa
Barcelona Stock Exchange	Korea Stock Exchange
Bermuda Stock Exchange	Kuala Lumpur Stock Exchange
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	Ljubljana Stock Exchange
Bolsa de Comercio de Santiago	London Stock Exchange
Bolsa de Madrid	Malta Stock Exchange
Bolsa de Valencia	National Association of Securities Dealers
Bolsa de Valores de Bilbao	National Stock Exchange of India Limited
Bolsa de Valores de Lima	New York Stock Exchange
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro	New Zealand Stock Exchange
Bolsa de Valores do Sro Paulo	Osaka Securities Exchange
Bolsa Mexicana de Valores	Oslo Borse
Bourse de Luxembourg	Philippine Stock Exchange
Bourse de Montreal	Shanghai Stock Exchange
Budapest Stock Exchange Ltd.	Shenzhen Stock Exchange
Chicago Board Options Exchange	Singapore Exchange
Chicago Stock Exchange	The Stock Exchange, Mumbai (BSE)
Colombo Stock Exchange	Stock Exchange of Thailand
Copenhagen Stock Exchange	Stockholm borse
Deutsche Borse AG	SWX Swiss Exchange
Euronext Amsterdam	Taiwan Stock Exchange Corp.
Euronext Brussels	Tehran Stock Exchange
Euronext Lisbon	Tel-Aviv Stock Exchange
Euronext Paris	Tokyo Stock Exchange
Helsinki Exchanges	Toronto Stock Exchange
Hong Kong Exchanges and Clearing	Warsaw Stock Exchange
Irish Stock Exchange	Wiener Borse AG
Istanbul Stock Exchange	

Таблица.
Коммерциализация фондовых бирж.¹⁵⁹

Название фондовой биржи	Год изменения организационно-правовой формы
Стокгольмская фондовая биржа	1993
Хельсинская фондовая биржа	1995
Копенгагенская фондовая биржа	1996
Амстердамская фондовая биржа	1997
Borsa Italiana	1997
Австалийская фондовая биржа	1998
Исландская фондовая биржа	1999
Simex	1999
Афинская фондовая биржа	1999
Сингапурская фондовая биржа	2000
Гонконгская фондовая биржа	2000
Фондовая биржа Торонто	2000
Лондонская фондовая биржа	2000
Deutsche Borse	2000
Euronext	2000
The Nasdaq Stock Market	2000
Чикагская товарная биржа	2002

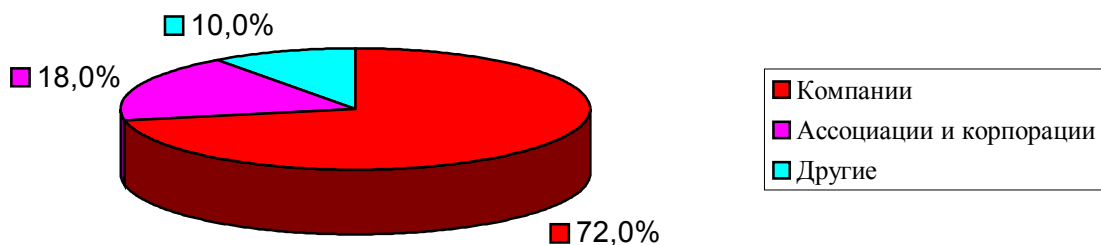
¹⁵⁹ Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1 ,p.106

Таблица.
Организационно-правовая форма российских бирж.¹⁶⁰

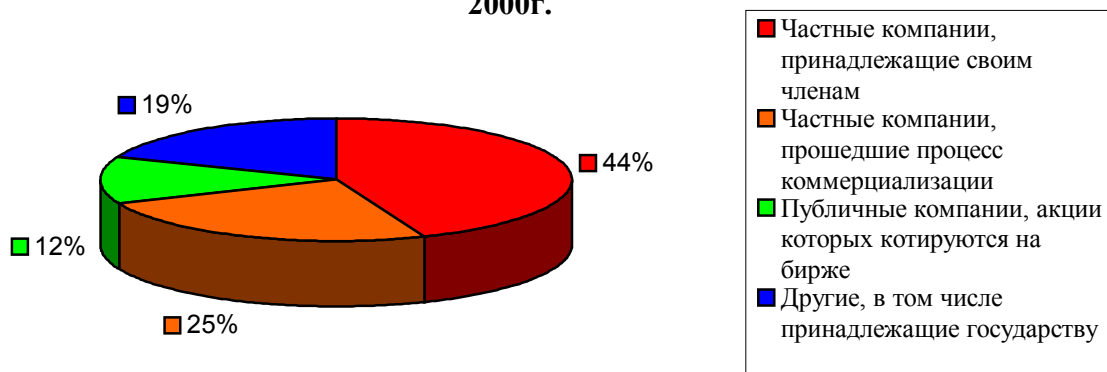
Название биржи	Организационно - правовая форма
Московская Межбанковская Валютная Биржа	Закрытое акционерное общество
Российская Торговая Система	Некоммерческое партнерство
Московская Фондовая биржа	Некоммерческое партнерство
Фондовая биржа "Санкт-Петербург"	Некоммерческое партнерство
Санкт - Петербургская Валютная биржа	Закрытое акционерное общество
Екатеринбургская Фондовая Биржа	Некоммерческое партнерство
Сибирская Межбанковская Валютная Биржа	Закрытое акционерное общество
Нижегородская Валютно-Фондовая Биржа	Закрытое акционерное общество
Фондовая биржа "Казанский совет фондовой торговли"	Некоммерческое партнерство
Красноярская Универсальная Товарно-Фондовая Биржа	Закрытое акционерное общество

¹⁶⁰ <http://www.micex.ru/>; <http://www.rts.ru/>; <http://www.mse.ru/>; <http://www.spdex.ru/>; <http://www.spbex.ru/>; <http://www.esex.ru/>; <http://www.sice.ru/>; <http://www.nnx.ru/>; <http://www.kbst.ru/>; <http://troyka.4line.ru/>

Организационно - правовая структура бирж - членов МФФБ (в %) в 1991г.

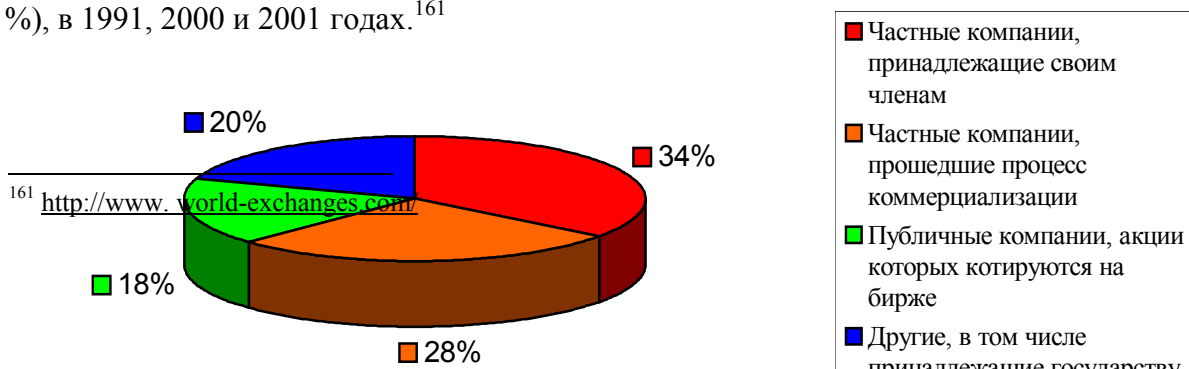


Организационно-правовая структура бирж - членов МФФБ в 2000г.



Организационно - правовая структура бирж - членов МФБ (в %) в 2001г.

Рис. Организационно-правовая структура бирж, членов Международной Федерации Бирж (в %), в 1991, 2000 и 2001 годах.¹⁶¹



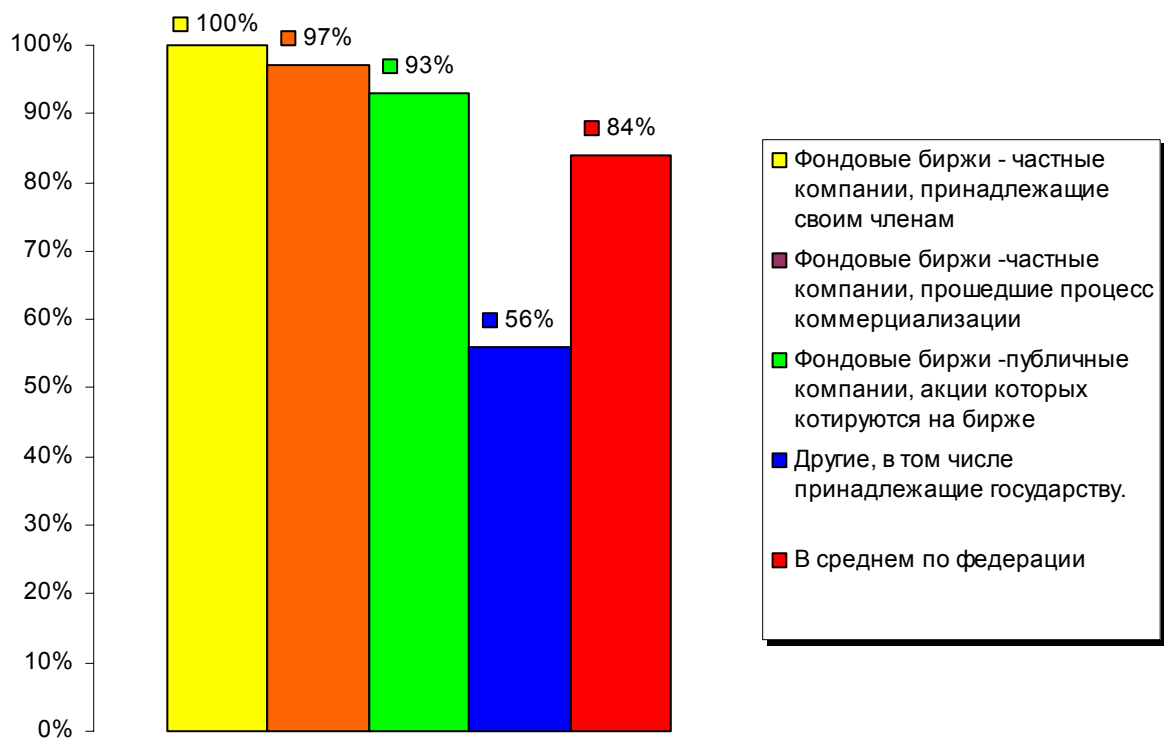


Рис. Доля членов в структуре собственности фондовых бирж.¹⁶²

¹⁶² <http://www.world-exchanges.com/>

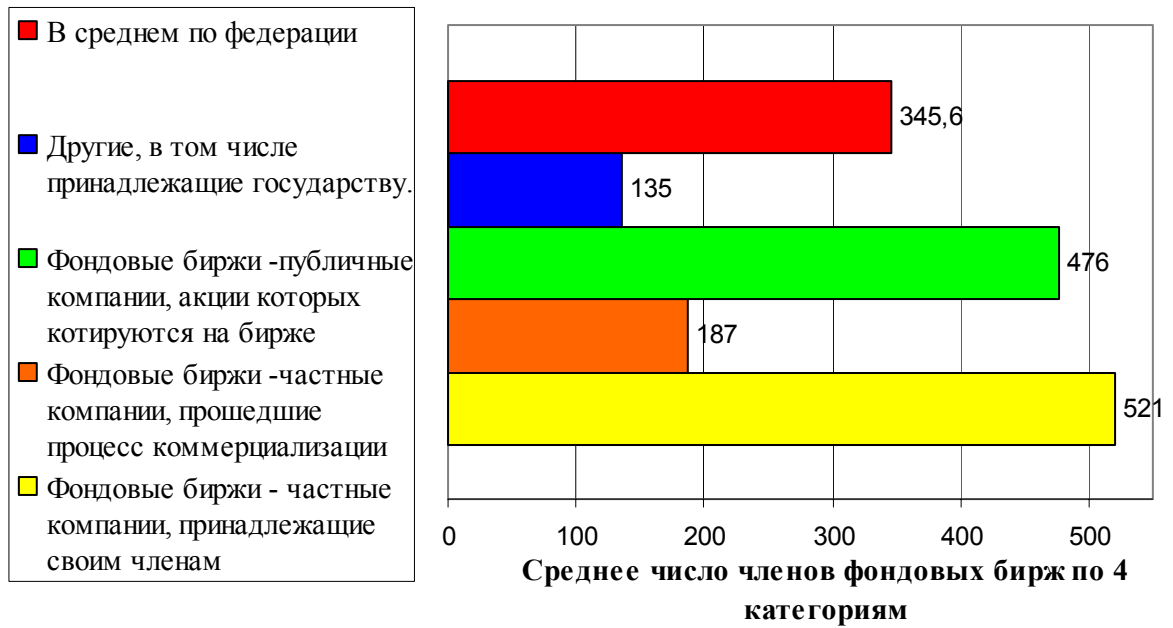


Рис. Среднее число членов фондовых бирж, входящих в Международную Федерацию Бирж.¹⁶³

¹⁶³ <http://www.world-exchanges.com/>

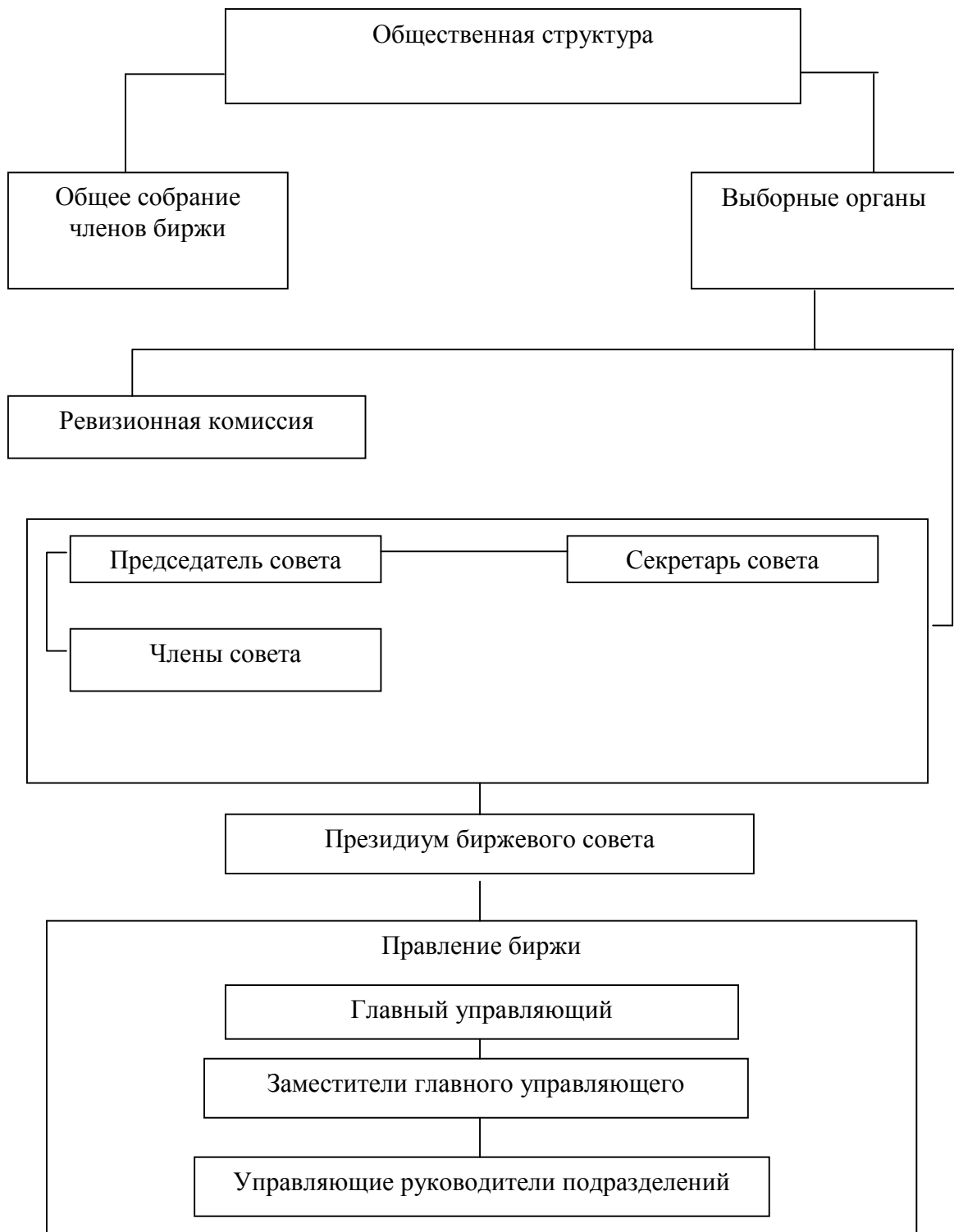


Рис. Состав общественной структуры фондовой биржи, организованной в форме некоммерческого партнерства.¹⁶⁴

¹⁶⁴ Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998.,с. 136

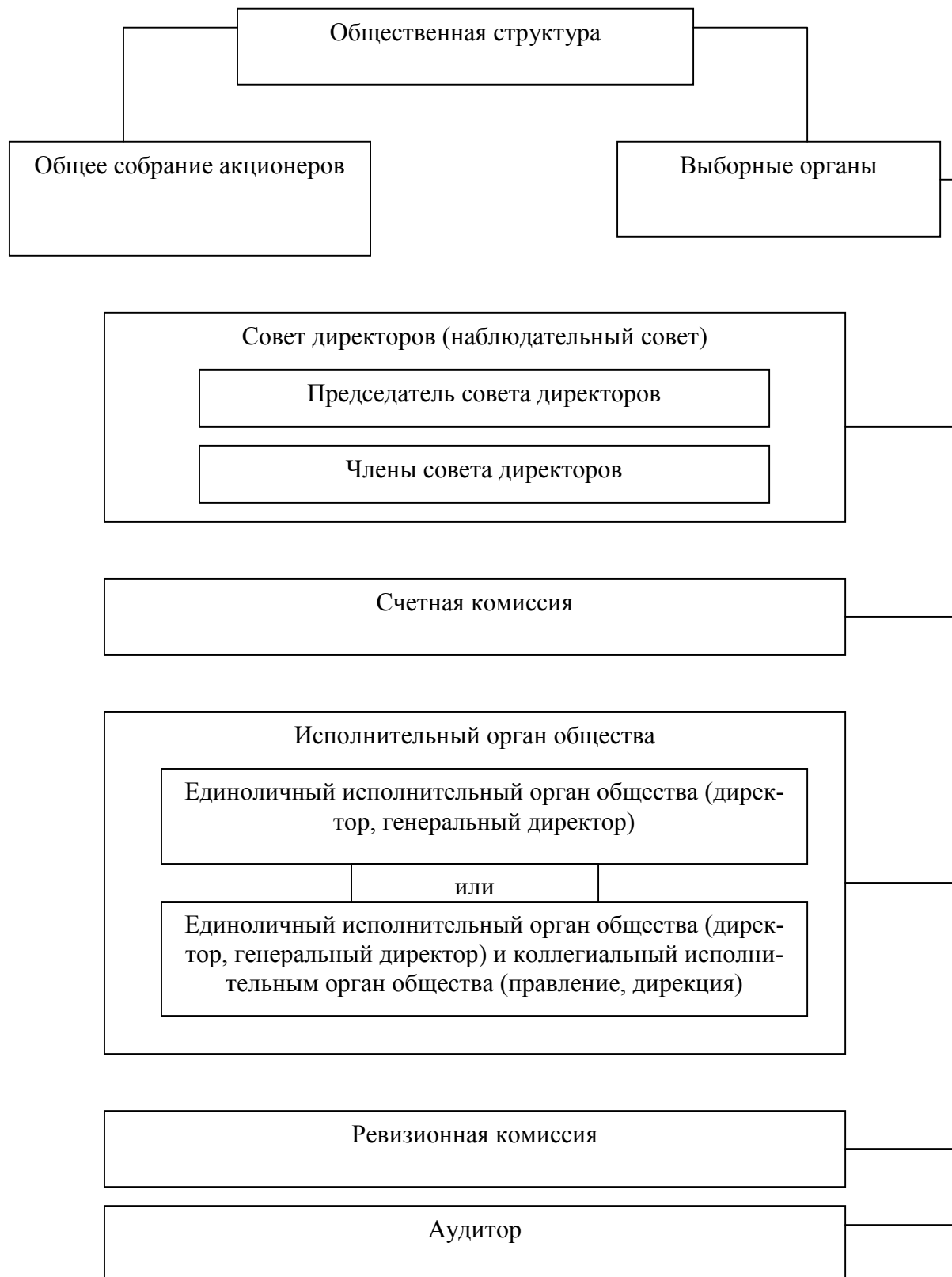


Рис. Состав общественной структуры фондовой биржи, организованной в форме акционерного общества.¹⁶⁵

¹⁶⁵ Федеральный закон Российской Федерации Об акционерных обществах: Принят Государственной Думой 24.11.95г., Утвержден Указом Президента Российской Федерации от 26.12.95г. №208-ФЗ (с изменениями и дополнениями от 13 июня 1996г., 24 мая 1999г., 7 августа 2001г., 31 октября 2002г.)

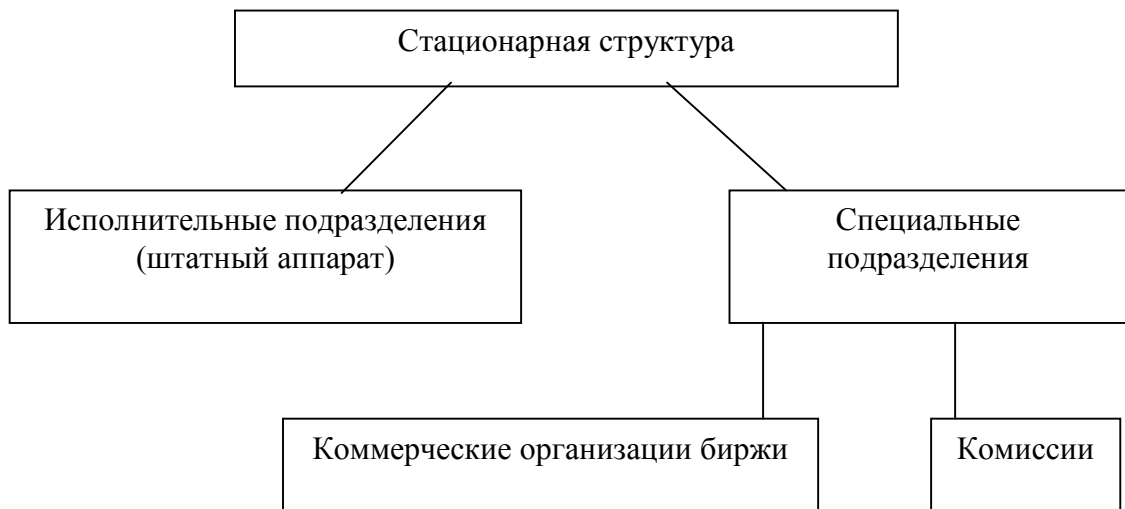


Рис. Состав стационарной структуры.¹⁶⁶

¹⁶⁶ Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998.,с.138.

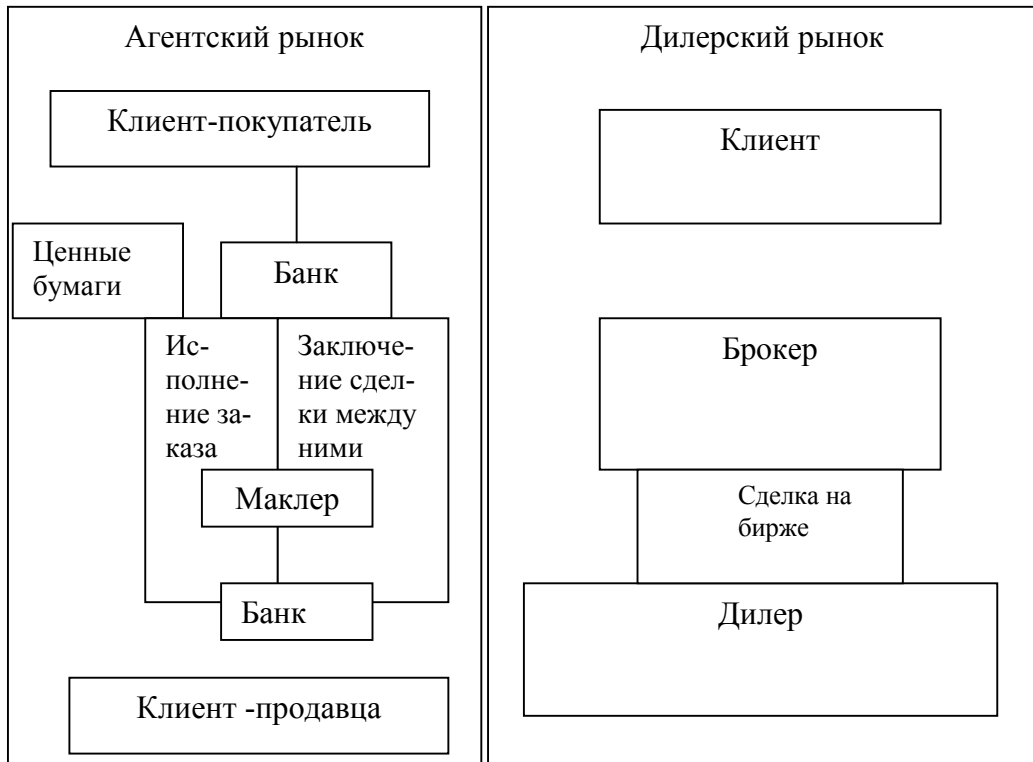
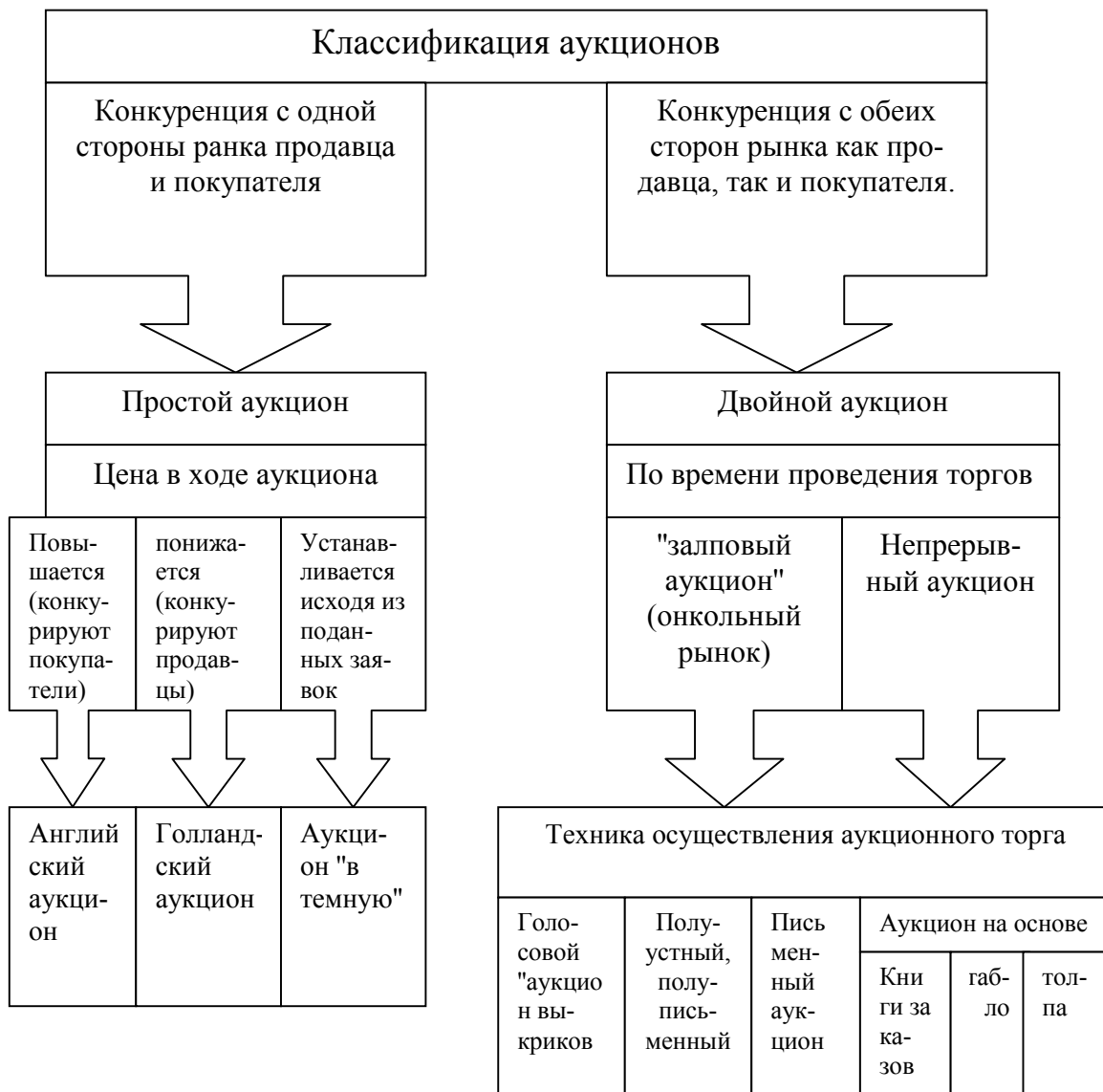


Рис. Схема агентского и дилерского рынка.¹⁶⁷

¹⁶⁷ Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998.,с.193.

Рис.8. Классификация аукционов.¹⁶⁸

¹⁶⁸Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998., с.189.

Таблица. Требования листинга на различных биржах мира.¹⁶⁹

Нью-йоркская фондовая биржа		
Прибыль до выплаты налогов за последний год		2,5 млн. долл.
Прибыль за два предыдущих года		2,0 млн. долл.
Прибыль за предыдущие три года		4,5 млн. долл.
Операционный денежный поток в среднем за 3 года		25 млн. долл.
Рыночная капитализация		1.000 млн. долл.
Количество владельцев лота (обычно 100 акций) или		2.000
Количество акционеров		2.200
Средний объем сделок с ценными бумагами за месяц, рассчитанная по итогам последних 6 месяцев должна быть		100.000 акций
или		
Количество акционеров		500
Средний объем сделок с ценными бумагами за месяц, рассчитанная по итогам последних 6 месяцев должна быть		1.000.000 акций
Требования по раскрытию информации		Полная открытость, предоставление существенной информации по требованию биржи
Франция		
	Официальный рынок	Второй рынок
Доля акций у публики	25%	10%
Отчетность	Опубликованный баланс за последние три года, заверенный аудитором	Заверенный аудитором баланс за последние два года
Предоставляемая информация	Информация о всех продажах акций за год, предшествующий получению листинга	Информация о всех продажах акций за год, предшествующий получению листинга
Великобритания		
	Официальный рынок	Альтернативный рынок
Доля акций у публики	25%	10%
Рыночная стоимость ценных бумаг	700 тыс. ф. ст. акции	Формальных ограничений нет
Отчетность	200 тыс. ф. ст. облигации	
	Опубликованный баланс за последние три го	

¹⁶⁹ по материалам сайтов . <http://www.micex.ru/>; <http://www.rts.ru/>; <http://www.nyse.com/>;

Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000. -с. 114.

Предоставляемая информация	да, заверенный аудитором Информация о всех существенных изменениях в компании, проспект эмиссии, опубликованный в центральной газете	Информация о всех существенных изменениях в компании, проспект эмиссии, имеется в базе данных Extel	
Германия			
	Официальный рынок	Регулируемый рынок	
Доля акций у публики Рыночная стоимость ценных бумаг Отчетность	25% 2 млн. акций 0,5 млн. облигаций Опубликованный баланс за последние три года, заверенный аудитором	10% 0,5 млн Нет	
Предоставляемая информация	Предоставление квартальных отчетов	Предоставление квартальных отчетов	
РТС			
Требования к ценным бумагам:	Котировальный лист "А" 1 уровень	Котировальный лист "А" 2 уровень	Котировальный лист "Б"
Доля владения одного лица и (или) его аффилированных лиц.	Не более 75% обыкновенных акций эмитента	Не более 75% обыкновенных акций эмитента	-
Стоимость чистых активов эмитента	Для некредитных организаций – не менее 3 млрд. руб., для кредитных организаций – не менее 600 млн. руб.	Не менее 50 млн. руб. более 500 не менее 2 лет 25 тыс.	-
Рыночная стоимость всех ценных бумаг не менее для акций для облигаций для паев	300 млн. руб. 30 млн. руб. 3 млн. руб.	300 млн. руб. 30 млн. руб. 3 млн. руб.	-
Срок существования эмитента	не менее 3 лет	не менее 1 года	-
Количество акционеров	более 1000	более 500	-
Безубыточность эмитента	да	да	-
Средняя сумма сделок с ценными бумагами за месяц, рассчитанная по итогам последних 6 месяцев должна быть акции	не менее	не менее	не менее

облигации паи Соблюдение эмитентом ценных бумаг требований положений кодекса корпоративного поведения (в т.ч. требований по раскрытию информации)	1 млн. руб. 400 тыс. руб. 200 тыс. руб. да	50 тыс. руб. 200 тыс. руб. 100 тыс. руб. да	100 тыс. руб. 100 тыс. руб. 50 тыс. руб. -
ММВБ			
Требования к ценным бумагам:	Котировальный лист "А" 1 уровень	Котировальный лист "А" 2 уровень	Котировальный лист "Б"
Доля владения одного лица и (или) его аффилированных лиц.	Не более 75% обыкновенных акций эмитента	Не более 75% обыкновенных акций эмитента	-
Стоимость чистых активов эмитента	более 500 млн. руб.	более 50 млн. руб.	-
Рыночная стоимость всех ценных бумаг не менее для акций для облигаций для паев	300 млн. руб. 30 млн. руб. 3 млн. руб.	300 млн. руб. 30 млн. руб. 3 млн. руб.	-
Срок существования эмитента	не менее 3 лет	не менее 1 года	-
Количество акционеров	более 1000	более 500	-
Безубыточность эмитента	да	да	-
Средняя сумма сделок с ценными бумагами за месяц, рассчитанная по итогам последних 6 месяцев должна быть акции облигации паи	не менее 2 млн. руб. 400 тыс. руб. 200 тыс. руб.	не менее 1 млн. руб. 200 тыс. руб. 100 тыс. руб.	не менее 400 тыс. руб. 100 тыс. руб. 50 тыс. руб.
Соблюдение эмитентом ценных бумаг требований положений кодекса корпоративного поведения (в т.ч. требований по раскрытию информации)	да	да	-

Таблица. Пример расчета единой цены.¹⁷⁰

Общее количество ценных бумаг на продажу	Приказы на продажу (количество)	Заявки Пределы цен указанные в заявках	Приказы на покупку	Общее количество ценных бумаг	Возможное количество удовлетворенных заявок
		Купить по любой цене	80		
390+20=410	20	555	70	150=80+70	150
350+40=390	40	554	60	210=150+60	210
330+20=350	20	553	40	250=210+40	250
300+30=330	30	552	40	290=250+40	290
280+20=300	20	551	20	310=290+20	310
210+70=280	70	550	40	350=310+40	350
150+60=210	60	549	30	380=350+30	380
100+50=150	50	548	30	410=380+30	410
30+70=100	30	547	20	430=410+20	430
	70	Продать по любой цене			

¹⁷⁰ Рынок ценных бумаг: Учебник для студ.эконом.специальностей и направлений вузов/ В.А. Галанов, А.И. Басов, Р.А. Антошкин и др.;Под. ред. В.А. Галанова, А.И. Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика, 1998.-352с.

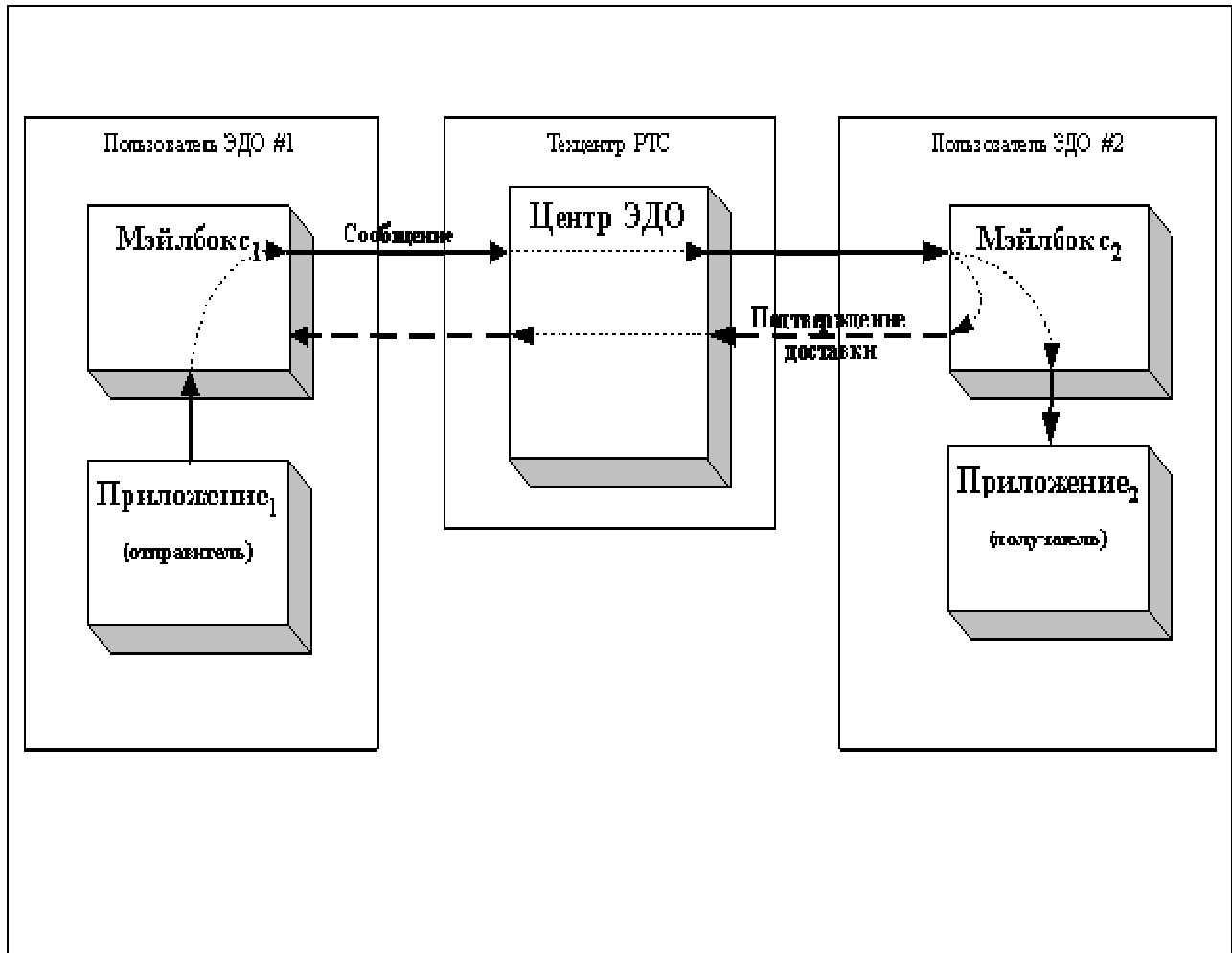


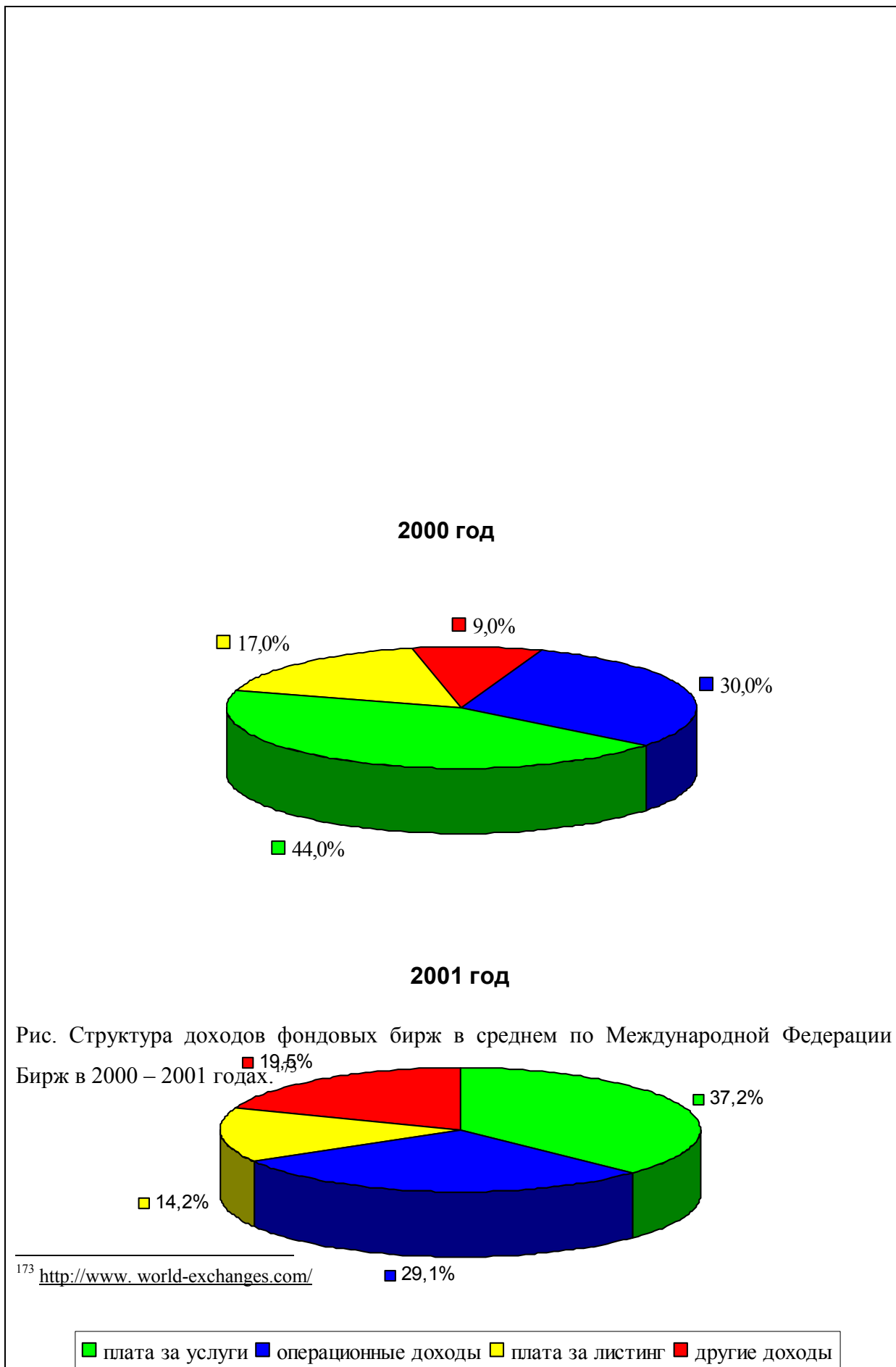
Рис. Схема передачи сообщений в системе ЭДО РТС.¹⁷¹

¹⁷¹ <http://www.rts.ru/>

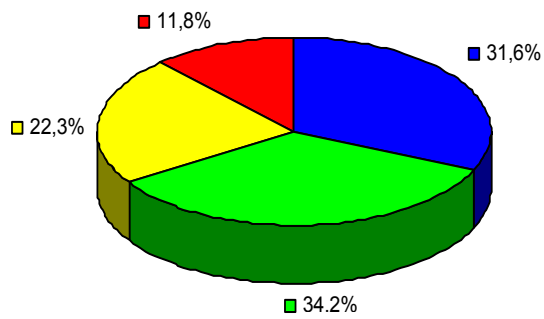


Рис. Процесс коммерциализации фондовых бирж.¹⁷²

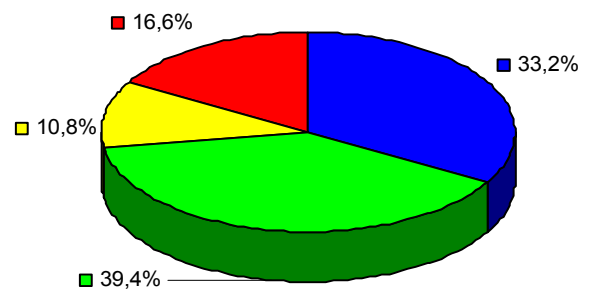
¹⁷² Reena Aggarwal Demutualization and corporate governance of stock exchanges. //Journal of applied corporate finance. - spring 2002. - №1. - с.107.



Фондовые биржи - частные компании, принадлежащие членам

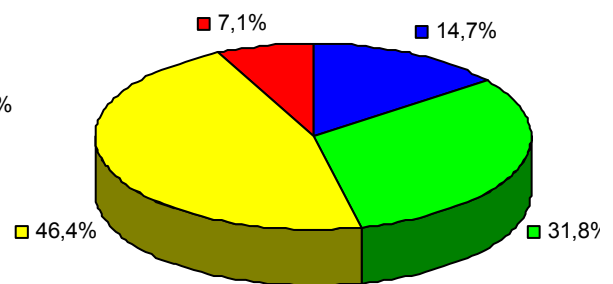
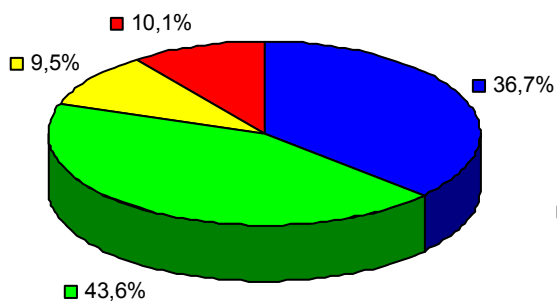


Фондовые биржи- частные компании, прошедшие процесс коммерциализации



Другие

Фондовые биржи - публичные компании, акции которых котируются на бирже



■ плата за услуги ■ другие доходы

■ операционные доходы ■ плата за листинг

Рис. Структура доходов фондовых бирж, членов Международной Федерации Бирж, в зависимости от организационно – правовой формы, в 2001г.¹⁷⁴

¹⁷⁴ <http://www.world-exchanges.com/>

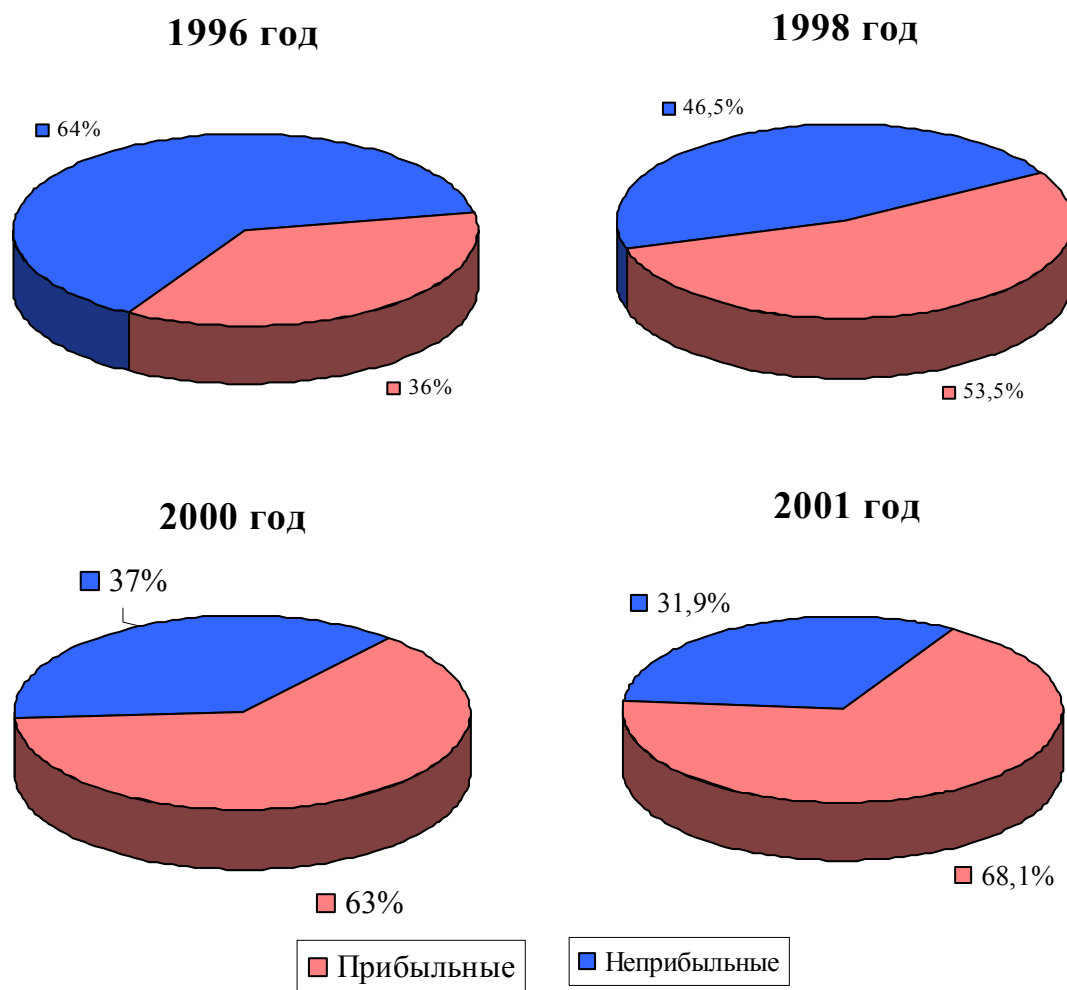


Рис. Прибыльные и неприбыльные биржи, входящие в Международную Федерацию Бирж.¹⁷⁵

¹⁷⁵ <http://www.world-exchanges.com/>

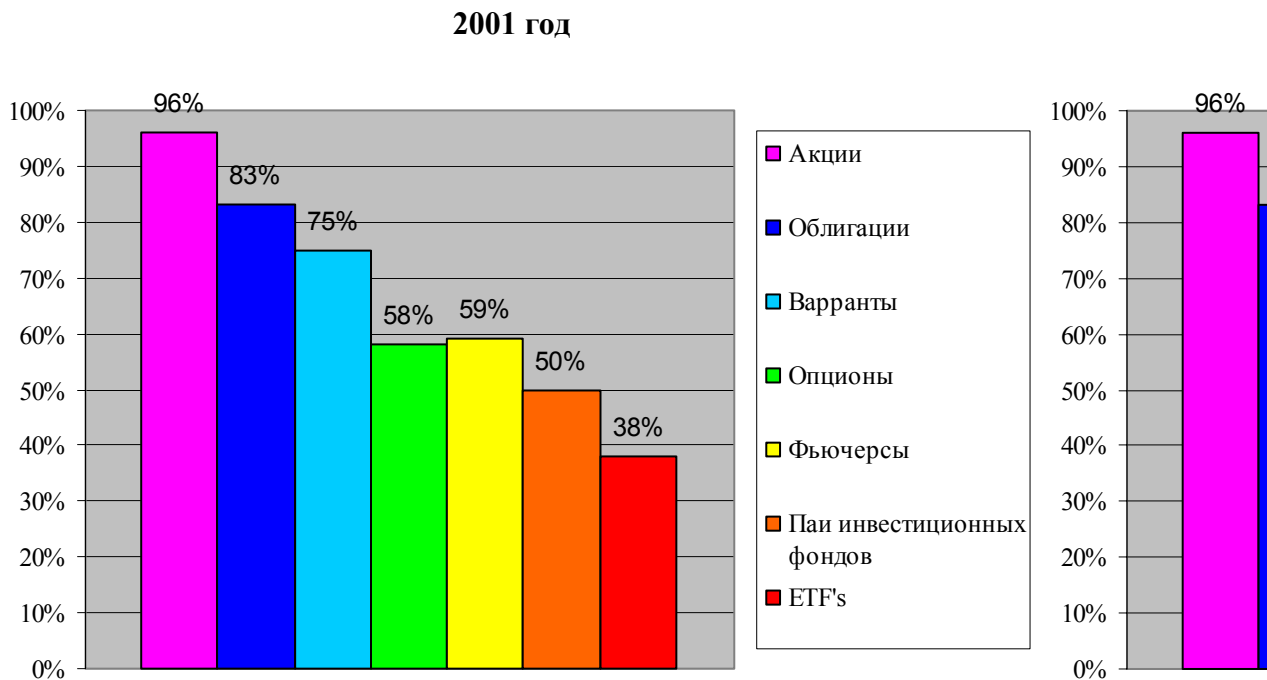
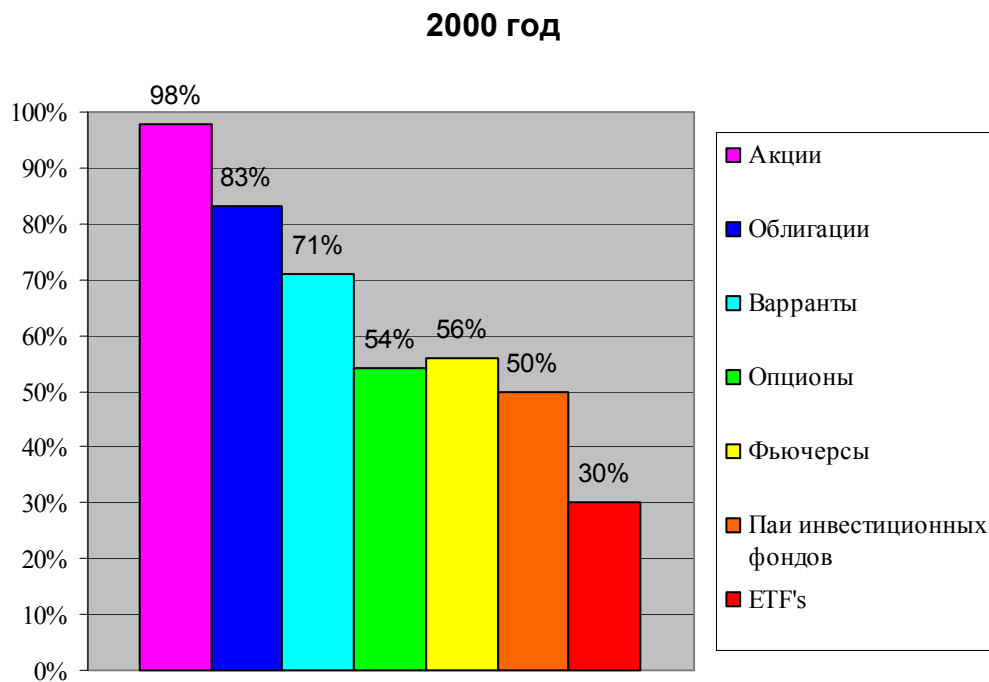


Рис. Виды инструментов, торгуемых на биржах – членах Международной Федерации Бирж.¹⁷⁶

¹⁷⁶ <http://www.world-exchanges.com/>



Рис. Структура рынка роста.¹⁷⁷

¹⁷⁷ Квач И., Хефер Ш. Развитие компании и биржа // Рынок ценных бумаг – 2001. - №18. – с. 43.

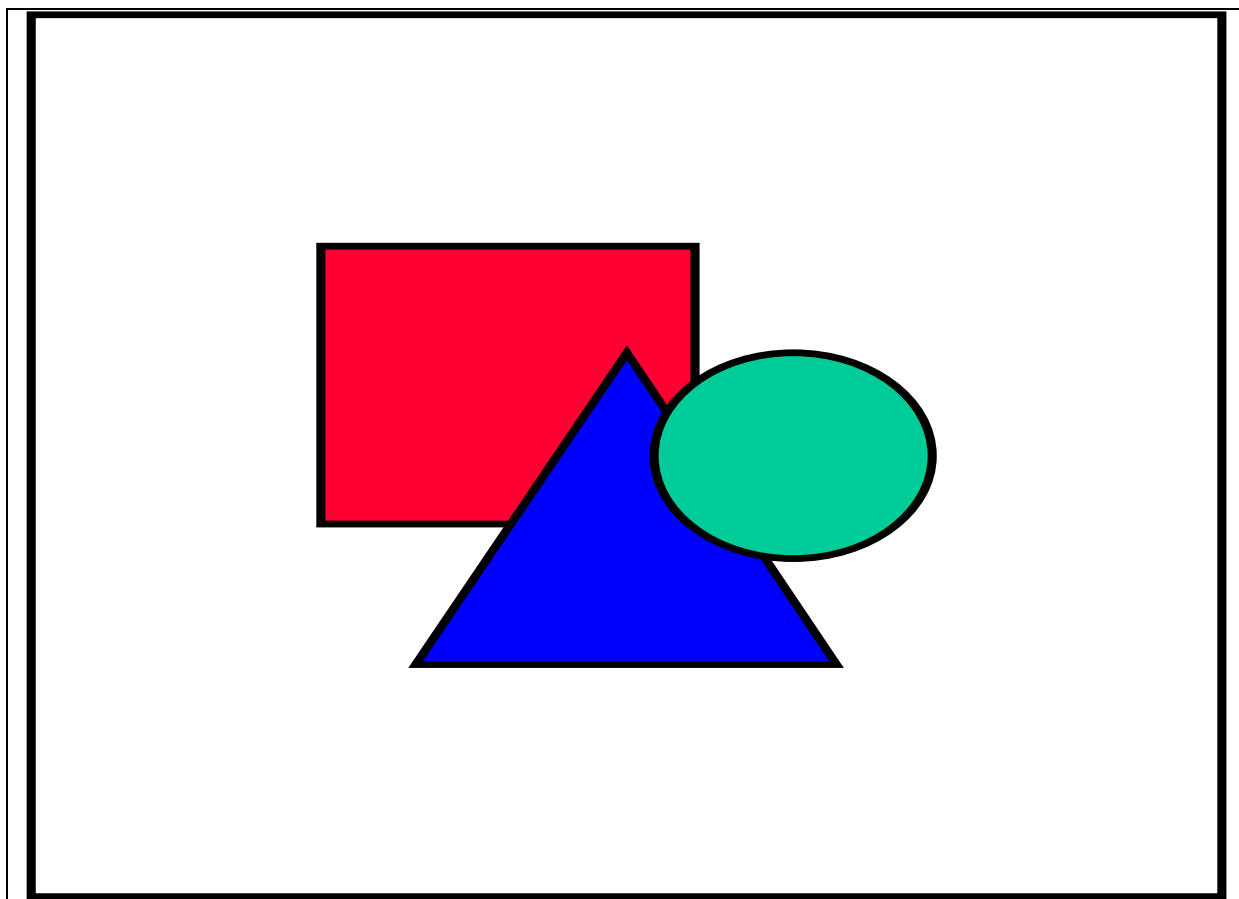


Рис. Модель “Рынка Роста Санкт - Петербург”.¹⁷⁸

¹⁷⁸ <http://www.gms.ru/>

Таблица. Доля Интернет-сделок в Секции фондового рынка ММВБ.¹⁷⁹

Период	Доля шлюза в торговом обороте, %	Доля шлюза в общем количестве сделок, %
Апрель 2003	55.40%	83.00%
Март 2003	52.70%	83.10%
Февраль 2003	46.20%	82.70%
Январь 2003	56.10%	83.20%
Декабрь 2002	49.10%	83.40%
Ноябрь 2002	53.50%	82.00%
Октябрь 2002	54.50%	80.70%
Сентябрь 2002	51.40%	80.10%
Август 2002	54.20%	78.10%
Июль 2002	55.70%	78.90%
Июнь 2002	51.70%	77.50%
Май 2002	50.00%	74.10%

¹⁷⁹ <http://www.micex.ru/>;

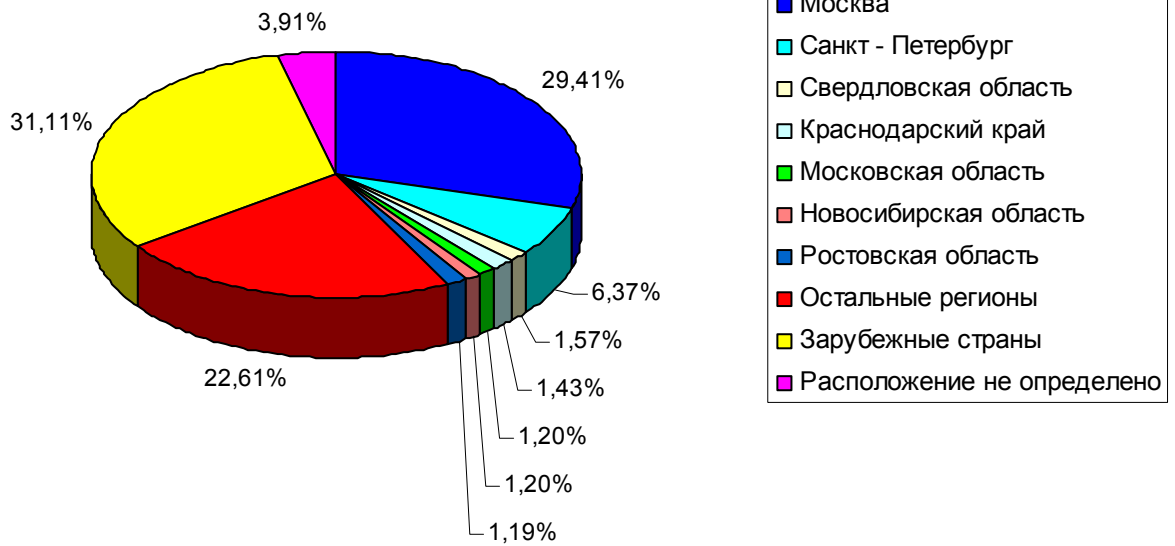


Рис. География пользователей Интернета России.¹⁸⁰

¹⁸⁰ <http://www.rumetrica.rambler.ru/>

Таблица.¹⁸¹

Брокерская компания	Плата за пользование системой Интернет - трейдинга
Алор - Инвест	Бесплатное подключение к системе Alor – Trade, для клиентов, заключивших договор на брокерское обслуживание.
Атон	Абонентская плата за использование рабочего места «Aton-Line» - \$32 в месяц. Она может быть уменьшена на величину комиссионного вознаграждения брокеру, уплаченного в текущем месяце по сделкам, совершенным с использованием рабочего места «Aton-Line».
«ВЭО – Открытие»	Пользование информационно-торговой системой QUIK-В либо бесплатно, либо 300 рублей, в зависимости от тарифа. Эта плата уменьшается на величину уплаченного клиентом вознаграждения, но не более, чем на 300 руб.
Брокеркредитсервис	Ежемесячная плата за использование ИТС QUIK составляет \$10 (без учета НДС). Абонентская плата за использование ИТС QUIK уменьшается на величину вознаграждения компании за обслуживание в Секции Фондового рынка ММВБ. Второй и все последующие терминалы QUIK на одном брокерском счете оплачиваются независимо от размера вознаграждения Компании. За доступ к торгам акциями ОАО "Газпром" в торговой системе РТС-СПФБ дополнительно взимается абонентская плата в размере 5 у.е. (без учета НДС), независимо от оборота.

¹⁸¹ <http://www.alor.ru/>, <http://www.aton.ru/>, <http://www.bcs.ru/>, <http://www.open.ru/>