

Глава 4 Основные тенденции в развитии фондовых бирж

4.1 Количественные характеристики фондовых бирж

Все последние десятилетия в мире происходили процессы концентрации фондовых бирж. Результатом стало сокращение их общего числа. Во многих странах с развитыми и “формирующимися” рынками все операции производятся в настоящее время на одной-единственной бирже. Так, в Великобритании формальное объединение всех действовавших здесь фондовых бирж произошло в 1973 г., в Австралии в 1987 г., во Франции - фактически в 1991 г., в Швейцарии и Италии - в середине 90-х годов. Общее количество фондовых бирж в США сократилось с 38 в начале 30-х годов до 8 (с учетом НАСДАК) в настоящее время (см. табл. 4.1).

В тех же странах, где по-прежнему сохраняется большое число бирж, на долю 1-2 крупнейших приходится львиная доля торговли. Так в США более 95% оборота всех фондовых бирж приходится на Нью-Йоркскую фондовую биржу и НАСДАК, в Германии 80% оборота производится на Франкфуртской фондовой бирже и т.п.

Как правило, большое количество бирж сохраняется в странах, имеющих федеративную структуру (США, Канада, Германия, Индия, Бразилия) или/и большую территорию. В Германии наличие большого числа бирж в значительной мере объясняется амбициями руководства федеральных земель, где находится та или иная региональная биржа. В Индии, помимо чисто географического фактора и огромного населения, следует учитывать, что рынок носит в значительной мере раздробленный, локальный характер. Те же причины объясняют большое количество бирж в России.¹

¹ Кроме того, в России сыграл свою роль и сугубо российский фактор. В период создания различных рыночных институтов в 1991-1993 гг. для многих само слово “фондовая биржа” ассоциировалось с богатством. Учредить фондовую биржу было просто модно и престижно. Десятки фондовых бирж были созданы при практически полном отсутствии ценных бумаг и, соответственно, отсутствии торговли. При очень низких требованиях к собственному капиталу фондовой биржи получить лицензию в Министерстве финансов было делом несложным. Был период, когда в России насчитывалось примерно 120 организаций, имевших лицензию фондовой биржи. Еще

Наличие единого рынка ценных бумаг повышает его ликвидность и, соответственно, эффективность. Тем не менее, в странах с развитыми рынками процесс концентрации фондовых бирж происходил естественным путем, без насильственного вмешательства государственных органов. При этом государство может и должно предъявлять определенные требования к величине капитала, правилам ведения операций на бирже и раскрытию информации биржами.

Государство сыграло важную роль в создании фондовых бирж во многих странах с переходной экономикой. И здесь государство изначально ориентировалось на создание единого рынка. Например, в Польше Варшавская фондовая биржа, единственная фондовая биржа страны, первоначально, в 1991 г., была акционерным обществом, принадлежавшим государству (министерству финансов). Лишь позже ее акции были проданы банкам и компаниям по ценным бумагам.

В России этот процесс протекал в основном стихийно, что и является одной из причин раздробленности рынка. Даже с учетом сокращения количества организаторов торговли к концу 90-х годов, для относительно небольшого российского рынка их все равно много. Впрочем, конкуренция в конце концов определит наиболее жизнеспособные организации.

Общее количество классических фондовых бирж (в том числе тех, на которых торговали и деривативами, но исключая чисто деривативные биржи) во всех странах мира по состоянию на конец 1998 г., по нашим расчетам, составляло примерно 180, из них в странах с развитыми рынками - 51.

Какая биржа больше? Ответить на этот вопрос однозначно невозможно, поскольку на одних биржах торгуют только акциями, на других акциями и облигациями, на третьих и акциями, и облигациями и деривативами. Однако

в 1996 г. их было примерно 60. Начиная с 1997 г. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, в чье ведение Законом о рынке ценных бумаг передано лицензирование фондовых бирж и других организаторов торговли ценными бумагами, проводит новое лицензирование, основанное на значительно более жестких требованиях к организаторам торговли, результатом которого и стало сокращение общего числа фондовых бирж в России.

можно рассмотреть отдельно биржевую торговлю акциями, облигациями и деривативами.

В группе бирж, входящих в Международную федерацию фондовых бирж (51, см. приложения 5 и 6) , только на одной (Чикагская биржа опционов) не торговали акциями. На 80% торговали и акциями и облигациями, на 20% - только акциями. Т.е. акции и облигации остаются классическими инструментами фондовых бирж. Примерно на трети бирж существовал также фьючерсный рынок и на половине - опционный. Однако старейшие и до самого последнего времени крупнейшие деривативные рынки действуют отдельно от классических фондовых (3 чикагские деривативные биржи, лондонская LIFFE).

Биржевая торговля акциями

Практически во всех странах рынок акций является в основном биржевым. Через фондовые биржи проходит до 100% всех сделок с акциями.

Самым распространенным показателем при сравнении размеров фондовых бирж выступает показатель капитализации национальных эмитентов, имеющих листинг на соответствующей бирже.

Бесспорным лидером остаётся Нью-Йоркская фондовая биржа, на которую приходится около 38% мирового объема капитализации, на втором месте - Токийская фондовая биржа (более 9%) , на третьем - Лондонская - менее 9% (1998 г.).

Послевоенная история знает случай, когда Нью-Йоркская фондовая биржа в конце 80-х годов уступала пальму первенства по этому показателю Токио. Однако это было вызвано чисто спекулятивными причинами и не имело под собой прочной материальной базы. Начиная с 1990 г. доля Токио постепенно снижается и, как видно из таблицы, уже в 1997 г. ее почти догнала Лондонская фондовая биржа.

Таблица 4.1

Количество фондовых бирж в 40 странах с самыми крупными рынками

Страна	Количество фондовых бирж	Примечания
США	8	Включая НАСДАК. В 1931 г. в США насчитывалось 38 фондовых бирж. На Нью-Йоркскую фондовую биржу и НАСДАК приходится более 95% биржевого оборота.
Япония	8	На долю Токийской фондовой биржи приходится 80% оборота.
Великобритания	1(2)	Формальное объединение различных английских бирж произошло в 1973 г. Все региональные биржи превратились в подразделения Лондонской фондовой биржи. С конца 80-х на региональных площадках торговля не ведется. С 1996 г. действует электронная система Tradepoint, имеющая лицензию фондовой биржи, на которой торгуют теми же акциями, что и на ЛФБ, однако ее доля в обороте составляет лишь доли процента от ЛФБ. В мае 2000 г. ЛФБ слилась с Немецкой биржей.
Германия	8	Абсолютно доминирует Немецкая биржа во Франкфурте. В мае 2000 г. она слилась с ЛФБ
Франция	1	Формально во Франции до конца 90-х годов существовало 7 фондовых бирж, однако торговля всеми бумагами, в т.ч. получившими листинг на региональных биржах, велась только в автоматизированной системе Парижской фондовой биржи. В марте 2000 г. ПФБ слилась с биржами в Амстердаме и Брюсселе.
Швейцария	1	С 1996 г. все торги осуществляются в рамках электронной системы Швейцарской фондовой биржи (Цюрих). Торговые площадки бирж в Базеле и Женеве закрылись.
Канада	4	Торонто, Монреаль, Ванкувер, Виннипег
Нидерланды	1	С марта 2000 г. это межнациональная биржа, объединяющая также Парижскую и Брюссельскую биржи.
Сянган (Гонконг)	1	
Италия	1	В течение 90-х годов произошла полная передача всех функций 10 итальянских бирж одной общенациональной - Итальянской фондовой бирже (Милан)
Испания	4	Мадрид, Барселона, Бильбао, Валенсия
Тайвань	1	
Австралия	1	Объединение 6 австралийских бирж произошло в 1987 г.
Швеция	1	
Бразилия	9	Абсолютно доминируют биржи в Сан-Паулу и Рио-де-Жанейро
ЮАР	1	Йоганнесбург
Китай	2	Шанхай и Шеньжен
Мексика	1	
Бельгия	1	
Индия	22	Крупнейшая биржа в Бомбее
Россия	10	Включая РТС. Еще в 1995 г. общее количество организаций, имевших лицензию фондовой биржи, превышало 60
Сингапур	1	
Дания	1	
Малайзия	1	
Новая Зеландия	1	
Финляндия	1	

Чили	3	Крупнейшая (80% оборота) Фондовая биржа Сантьяго
Норвегия	1	
Турция	1	
Саудовская Аравия	1	
Аргентина	11	Из них лишь 5 могут работать в автономном режиме.
Израиль	1	
Корея	1	
Португалия	1	До 1994 г. действовала еще одна биржа
Австрия	1	
Греция	1	
Люксембург	1	
Филиппины	1	Объединение двух бирж завершилось в 1994 г.
Индонезия	1	
Кувейт	1	

В целом показатель капитализации отличается большой подвижностью, свойственной фиктивному капиталу, поэтому из года в год позиции фондовых бирж постоянно меняются, за исключением первой тройки.

Более стабильным показателем является количество листинговых компаний.

Общее количество компаний, чьи акции торгуют на фондовых биржах, составляет от нескольких десятков до нескольких тысяч. Как видно из таблицы 4.3, первое место по количеству эмитентов среди членов МФФБ держит НАСДАК.

Следует иметь в виду, что в тех странах, где существует несколько фондовых бирж, одна и та же ценная бумага может быть включена в листинг нескольких бирж. Так, например, акции американских эмитентов, могут иметь листинг одновременно на Нью-Йоркской фондовой бирже, на региональных биржах и заграничных биржах. Полностью отличаются акции, имеющие котировку только на трех основных рынках США: НФБ, НАСДАК и Американской фондовой бирже. Многие канадские эмитенты имеют листинг и в Торонто, и в Монреале, и Ванкувере, японские - в Токио и Осаке, на германских региональных биржах торгуют практически теми же акциями, что и во Франкфурте и т.д. Тем не менее, для каждого эмитента существует основная биржа. При составлении табл. 4.2 и 4.3 мы пропускали “неосновные” биржи.

Так, например, капитализация Чикагской фондовой биржи превышает 1 трлн. долл. за счет акций крупнейших американских эмитентов, зарегистрированных на НФБ. Поэтому в нашей таблице она была опущена. При этом, однако, в тех случаях, когда полного дублирования нет (как в случае Токио и Осаки), данные нами приводятся.¹

В отдельной графе показаны иностранные эмитенты. Интернационализация фондовых рынков проявляется, в частности, в том, что акциями национальных эмитентов все больше торгуют на зарубежных рынках.²

Следует иметь в виду некоторую условность сравнения по числу эмитентов в силу того, что требования листинга на разных биржах отличаются различной степенью строгости, да и сами эмитенты несопоставимы. Так, капитализация даже одного из крупнейших американских эмитентов, типа General Electric, IBM, Microsoft, General Motors превышает капитализацию всех российских эмитентов вместе взятых в благополучном 1997 г. или всех индийских эмитентов.

Самые крупные по капитализации эмитенты, как и самые жесткие требования листинга - на Нью-Йоркской фондовой бирже.³

В странах ЕС требования листинга в настоящее время более или менее унифицированы. Это видно и из приведенных данных таблицы 4.4.

Таблица 4.2

Капитализация крупнейших фондовых бирж мира - членов МФФБ* (данные на конец года)

¹ В России также имеет место дублирование. Так, в листинг ММВБ входят акции, входящие в листинг РТС. Во Франции в прошлом, в период существования нескольких торговых площадок в разных городах также имело место дублирование: акциями одного и того же эмитента могли торговать и в Париже, и в Марселе, и в других городах. В 1962 г. специальным декретом правительства за каждой биржей были закреплены определенные акции. С 1991 г. торговля всеми акциями, независимо от места листинга эмитента, производится в Париже (см. ниже).

² Например, Toshiba имеет листинг на 9 европейских фондовых биржах. Volkswagen получила листинг на всех четырех испанских биржах в июне 1990 г. В том же году Volkswagen и Bayer стали первыми иностранными компаниями, получившими листинг на Миланской фондовой бирже. В 1993 г. Daimler Benz стала первой немецкой компанией, получившей листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Большая часть акций иностранных эмитентов, имеющих листинг на биржах США - это АДР (американские депозитарные расписки). По существующим в стране правилам, торговля иностранными акциями напрямую в США запрещена (за исключением акций канадских эмитентов). АДР как свидетельства о депонировании акций иностранных эмитентов, выпускаемые американскими банками, формально являются американскими ценными бумагами, допускаемыми к торговле в США.

³ Правда, в 90-е годы ряд крупнейших эмитентов НАСДАК, например компании Microsoft, Intel, MCI по своей капитализации достигли размеров компаний НФБ.

Биржа	1997		1998		1999	
	Капит-я млрд.долл.	Доля, %	Капит-я, млрд.долл.	Доля, %	Капит-я, млрд.долл.	Доля, %
Нью-Йоркская фондовая биржа	8880	37,8	10272	38,4	11438	32,0
Токийская фондовая биржа	2161	9	2440	9,1	4455	12,5
Лондонская фондовая биржа	1996	8,5	2373	8,9	2855	8,0
НАСДАК**	1738	7,4	2528	9,4	5205	14,6
Немецкая биржа	825	3,5	1094	4,1	1432	4,0
Парижская фондовая биржа	676	2,9	991	3,7	1503	4,2
Швейцарская фондовая биржа	575	2,4	689	2,5	693	1,9
Торонтская фондовая биржа	568	2,4	543	2,0	789	2,2
Амстердамская биржа	469	2,0	603	2,3	695	1,9
Гонконгская фондовая биржа	413	1,8	344	1,3	609	1,7
Итальянская фондовая биржа	345	1,5	570	2,1	728	2,0
Тайваньская фондовая биржа	297	1,3	260	1,0	377	1,1
Австралийская фондовая биржа	295	1,3	329	1,2	428	1,2
Мадридская фондовая биржа	290	1,2	402	1,5	432	1,2
Стокгольмская фондовая биржа	265	1,1	279	1,0	373	1,0
Фондовая биржа Сан-Паулу	255	1,1	161	0,6	228	0,6
Фондовая биржа Йоганнесбурга	212	0,9	151	0,6	193	0,5
Мексиканская фондовая биржа	157	0,7	92	0,3	154	0,4
Брюссельская фондовая биржа	139	0,6	246	0,9	184	0,5
Американская фондовая биржа	125	0,5	126	0,5		
Сингапурская фондовая биржа	106	0,5	96	0,4	198	0,6
Фондовая биржа Копенгагена	94	0,4	99	0,4	105	0,3
Куала-Лумпурская фондовая биржа	93	0,4	96	0,4	140	0,4
Фондовая биржа Хельсинки	73	0,3	155	0,6	349	1,0
Фондовая биржа Сантьяго	72	0,3	52	0,2	68	0,2
Фондовая биржа Осло	67	0,3	46	0,2	64	0,2
Стамбульская фондовая биржа	61	0,3	34	0,1	113	0,3
Фондовая биржа Буэнос-Айреса	59	0,3	45	0,2	56	0,2
Ирландская фондовая биржа	49	0,2	67	0,3	69	0,2
Тель-Авивская фондовая биржа	44	0,2	39	0,1	63	0,2
Корейская фондовая биржа	42	0,2	115	0,4	306	0,9
Лиссабонская фондовая биржа	39	0,2	63	0,2	68	0,2
<i>Все члены МФФБ</i>	<i>21627</i>	<i>91,9</i>	<i>25683</i>	<i>95,9</i>	<i>35005</i>	<i>98,0</i>
<i>Для сравнения: не-члены МФФБ</i>						
<i>Бомбейская фондовая биржа</i>	<i>123</i>	<i>0,5</i>	<i>112</i>	<i>0,4</i>	<i>185</i>	<i>0,5</i>
<i>Шанхайская фондовая биржа</i>	<i>66</i>	<i>0,3</i>	<i>130</i>	<i>0,9</i>	<i>176</i>	<i>0,5</i>
<i>Шензенская фондовая биржа</i>	<i>53</i>	<i>0,2</i>	<i>107</i>	<i>0,4</i>	<i>144</i>	<i>0,4</i>
<i>РТС</i>	<i>128</i>	<i>0,5</i>	<i>20</i>	<i>0,07</i>	<i>33</i>	<i>0,1</i>
Весь мир	23541	100,0	26777	100,0	35735	100,0

*Округленные данные. При расчете капитализации не учитываются акции инвестиционных компаний и акции иностранных эмитентов, имеющих листинг на данной бирже.

**Система НАСДАК в США как отмечалось в главе 1, считается внебиржевым рынком, однако фактически по своим функциям она ничем не отличается от фондовых бирж.

Источник: FIBV Annual Report 2000. Paris, 2000, p.92, 141; FIBV Annual Report 1997. Paris, 1998, p.66; FIBV Annual Report 1998. Paris, 1999, p.75, 121; Emerging Stock Markets Factbook 1998. Washington, 1998, p.16,17.

Таблица 4.3

Количество компаний, чьи акции имеют котировку на ведущих биржах мира, конец года (основной и параллельный рынок).*

Биржа	1997			1998		
	Всего	Национальные	Иностран ные	Всего	Национальные	Иностран ные
НАСДАК	5487	5033	454	5068	4627	441
Лондонская фондовая биржа	2513	2046	467	2423	1957	466
Немецкая биржа	2696	700	1996	3525	741	2784
Нью-Йоркская фондовая биржа	2626	2271	355	2669	2278	391
Токийская фондовая биржа	1865	1805	60	1890	1838	52
Торонтская фондовая биржа	1420	1362	58	1433	1384	49
Осакская фондовая биржа	1275	1274	1	1272	1271	1
Австралийская фондовая биржа	1219	1159	60	1222	1162	60
Парижская фондовая биржа	924	740	184	1097	914	183
Корейская фондовая биржа	776	776	0	748	748	0
Американская фондовая биржа	710	647	63	711	650	61
Куала-Лумпурская фондовая биржа	703	700	3	731	728	3
Фондовая биржа Тель-Авива	659	657	2	662	661	1
Гонконгская фондовая биржа	658	638	20	680	665	15
Фондовая биржа Йоганнесбурга	642	615	27	668	642	26
Фондовая биржа Рио-де-Жанейро	573	572	1	583	582	1
Фондовая биржа Сан-Паулу	537	536	1	535	534	1
Таиландская фондовая биржа	431	431	0	418	418	0
Швейцарская фондовая биржа	428	216	212	425	232	193
Тайваньская фондовая биржа	402	404	0	437	437	0
Мадридская фондовая биржа	388	384	4	484	479	5
Амстердамская фондовая биржа	348	199	149	356	212	144
<i>Для сравнения:</i>						
Бомбейская фондовая биржа	5842	5842	0	5860	5860	0
Шанхайская фондовая биржа	382	382	0	496	496	0
Шензенская фондовая биржа	362	362	0	413	413	0
Пражская фондовая биржа	91	91	0	92	92	0
Варшавская фондовая биржа	143	143	0	198	198	0
Российская торговая система	208**	208	0	229***	229	0
Московская фондовая биржа	26**	26	0	36	36	0
Московская межбанковская валютная биржа	6**	6	0	6***	6	0

*Параллельный (второй или третий) рынок - рынок акций, имеющих биржевую котировку, но менее ликвидных, чем акции основного списка. Такие рынки существуют на большинстве бирж мира. В Германии это так называемый "регулируемый рынок", во Франции "второй рынок", "новый рынок", в Англии "альтернативный рынок". В 90-е годы в странах ЕС появилось понятие "новый рынок" (nouveaux marchés, neuer markt). Исключение составляют США, где понятие параллельного рынка отсутствует (либо акция имеет листинг, т.е. котировку на бирже, либо нет). Кроме того, в ряде европейских стран, на биржах допускается торговля акциями, вообще не имеющими листинга (например, "свободный рынок" в Германии, где, в частности, торгуются акции, а точнее АДР и ГДР российских эмитентов. Такая же ситуация наблюдается и в России. Например, на ММВБ только 6 эмитентов имеют формальный листинг на бирже, в то время как к торговле допущены акции еще 86 эмитентов (июнь 1999 г.). То же самое на МФБ.

**На середину 1998 г. На МФБ и ММВБ имели листинг те же акции, что и в РТС, за исключением РАО Газпром, которые котировались на МФБ.

*** октябрь 1999

Источник: FIBV Annual Report 1996. Paris, 1997, p.56; FIBV Annual Report 1998. Paris, 1999, p.68; www.micex.ru; www.rts.ru; www.mse.ru.

Таблица 4.4
Требования листинга на различных биржах

Нью-Йоркская фондовая биржа			
Прибыль до выплаты налогов за последний год	2,5млн.долл.		
Прибыль за два предыдущих года	2,0 млн.долл.		
Чистая стоимость материальных активов	18,0 млн.долл.		
Количество акций в публичном владении	1,1 млн.долл.		
Курсовая стоимость акций	18,0 млн.долл.		
Минимальное число акционеров, владеющих 100 акциями и более	не менее 2 тыс.		
Среднемесячный объем торговли акциями данного эмитента	не меньше 100 тыс.долл. в течение последних 6 месяцев		
Требования по раскрытию информации	Полная открытость. Предоставление существенной информации бирже по ее требованию		
Франция			
	Официальный рынок	Второй рынок	
Доля акций у публики	25%	10%	
Отчетность	Опубликованный баланс за последние три года. Заверенный аудитором баланс за последние два года	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 200 тыс.ф.ст. облигации	Формальных ограничений нет	
Отчетность	Опубликованный баланс за последние три года, заверенный аудитором.		
Предоставляемая информация	Информация о всех существенных изменениях в компании. Проспект эмиссии опубликован в центральной газете.	Информация о всех существенных изменениях в компании. Проспект эмиссии имеется в базе данных компании Extel	
Германия			
	Официальный рынок	Регулируемый рынок	
Доля акций у публики	25%	10%	
Рыночная стоимость ценных бумаг	2 млн.м. акции 0,5 млн.м. облигации	0,5 млн.м.	
Отчетность	Опубликованный баланс за последние три года, заверенный аудитором.	Нет	
Предоставляемая информация	Предоставление квартальных отчетов	Предоставление годовых отчетов	
РТС			
	1 уровень	2 уровень	Допуск в ТС
Размер собственного капитала (долл.)	20 млн.	10 млн.	1 млн.
Количество акционеров	более 1000	более 500	более 100
Срок существования	не менее 3 лет	не менее 2 лет	
Минимальный среднемесячный объем торговли (долл.)	50 тыс.	25 тыс.	
Наличие маркет-мэйкеров	2	2	
Доля акций у публики %	более 40	более 40	более 40

Раскрытие информации	да	да	да
МФБ			
Размер собственного капитала (ЭКЮ.)	10 млн.	6 млн.	нет
Количество акционеров	более 1000	более 500	нет
Срок существования	не менее 3 лет	не менее 2 лет	нет
Минимальный среднемесячный объем торговли (эю.)	40 тыс.	20 тыс.	нет
Наличие маркет-мэйкеров	2 и специалист	2	нет
Доля акций у публики %	40	40	40
Раскрытие информации	да	да	да
ММВБ			
Размер собственного капитала (мон. руб.)	3000	50	нет
Количество акционеров	более 1000	более 500	нет
Безубыточная работа	не менее 3 лет	не менее 2 лет	нет
Минимальный среднемесячный объем торговли (руб.)	250 тыс.	150 тыс.	нет
Наличие маркет-мэйкеров	3	2	нет
Доля акций у публики %			
Раскрытие информации	да	да	да

Близкие европейским правила листинга введены и на российский биржах. Как и на европейских континентальных биржах, в России различают понятие листинг и допуск к торговле (допуск в торговую систему). Как видно из приведенной выше таблицы, эти требования достаточно высокие, в чем-то превосходящие и европейские биржи, хотя общее количество эмитентов, имеющих листинг, невелико (за исключением РТС).¹

В конце 90-х годов на большинстве европейских бирж для молодых компаний, работающих в сфере “высоких технологий”, были разработаны специальные правила листинга. Этот сегмент рынка получил название “новый рынок” (см. ниже).

Оборот торговли акциями

Важнейшей характеристикой биржи является ее оборот.

Здесь также лидерство НФБ, НАСДАК и ЛФБ неоспоримо. Дневной оборот НФБ составлял в 1996-1998 гг., соответственно, 15, 23 и 29 млрд. долл. Для сравнения: оборот за 1997, самый благоприятный для российского рынка год, крупнейшего в тот период российского организатора торговли акциями - Российской торговой системы - составил 16 млрд. долл.

Лондонская фондовая биржа также удерживает первое место по объему торговли акциями зарубежных эмитентов. В 1998 г. объем торговли иностранными акциями в Лондоне составил 1843 млрд. долл. Это в несколько раз больше, чем общий оборот Амстердамской, Брюссельской, Стокгольмской, Копенгагенской и Хельсинкской фондовых бирж вместе взятых. В Лондоне совершается больше сделок с акциями бельгийских, датских и голландских компаний, чем в самих этих странах.

В то же время, за исключением ЛФБ оборот торговли акциями иностранных эмитентов по сравнению с национальными эмитентами весьма невелик. В целом, несмотря на растущую интернационализацию, торговля акциями национальных эмитентов крупнейших стран осуществляется в основном на национальных биржах.²

Бесспорным лидером на рынке акций в России несколько лет выступала РТС, где совершалась подавляющая часть сделок с акциями. Она превратилась в общенациональную торговую систему и, вероятно, и в дальнейшем сохранит эту роль. Тем не менее, начиная со второй половины 1998 г., особенно в период после августовского кризиса, РТС заметно уступила свои позиции. Сокращение оборота в РТС сопровождалось значительным ростом на Московской межбанковской валютной бирже и Московской фондовой бирже.³ А по итогам 1999 г. на ММВБ пришлось 53% всего биржевого оборота по акциям, против 8% у РТС и 9% у МФБ.⁴ При этом, однако, спецификой России остается в значительной мере небиржевой характер рынка акций. Значительная часть

¹ Еще раз отметим, что на российских биржах, также как в Европе, торгуют не только листинговыми акциями. Собственно акций, которые допущены к торговле, на той же ММВБ больше, чем имеющих листинг.

² Это в целом универсальный вывод для эмитентов из крупных стран мира. Россия и здесь демонстрирует свою уникальность. По итогам 1998 г. оборот торговли акциями российских эмитентов (точнее АДР и ГДР на российские акции) на Лондонской фондовой бирже и Франкфуртской фондовой бирже оказался суммарно выше, чем в самой России. Т.е. это напоминает положение эмитентов и фондовых бирж в малых странах Европы. Напомним, что оборот торговли акциями эмитентов из малых стран Европы в Лондоне больше, чем на национальных биржах. Впрочем, по своему размеру фондовый рынок России как раз и соответствует малым странам Европы.

³ Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. - М.: Планета 2000, 1999, стр. 207-208.

⁴ Данные ММВБ <http://www.micex.ru>

Таблица 4.5

Оборот торговли акциями (включая акции инвестиционных фондов млрд.долл.США) *

Рынок	1997		1998		1999	
	Оборот	В т.ч. акции иностранных эмитентов	Оборот	В т.ч. акции иностранных эмитентов	Оборот	В т.ч. акции иностранных эмитентов
Нью-Йоркская фондовая биржа TSV	5778	485	7318	561	8945	687
НАСДАК REV	4482	615	5519	216	10467	349
Лондонская фондовая биржа REV	1989	1156	2888	1843	3399	1952
Токийская фондовая биржа TSV	896	1,4	751	0,7	1676	0,7
Парижская фондовая биржа REV	1414	29	2053	40	2892	79
Парижская фондовая биржа TSV	414	10	588	12	770	9
Немецкая биржа REV (1999 – TSV)	1068	48	1492	98	1551	176
Тайваньская фондовая биржа TSV	1309	0	896	1,1	914	2
Швейцарская биржа REV	569	28	689	33	562	28
Мадридская фондовая биржа REV	424	0,2	640	1,2	739	2
Мадридская фондовая биржа TSV	139	0	-	-		
Торонтская фондовая биржа TSV	305	0,5	332	0,3	357	0,8
Амстердамская фондовая биржа REV	281	1	410	2	471	3
Куала-Лумпурская фондовая биржа TSV	146	0,4	27	0,3	42	0,3
Корейская фондовая биржа TSV	171	0	145	0	733	0
Гонконгская фондовая биржа TSV	454	0,3	206	0,2	230	0,5
Австралийская фондовая биржа TSV	171	1,2	161	1,8	198	2
Стокгольмская фондовая биржа REV	176	17	230	27	314	74
Чикагская фондовая биржа REV	198	0	299	0	581	0
Итальянская фондовая биржа TSV	203	0,1	487	0,6	539	3
Фондовая биржа Сан-Паулу TSV	191	0	140	0	84	0
Американская фондовая биржа TSV	143	0	288	0		
Сингапурская фондовая биржа TSV	74	0	59	0	107	0
Таиландская фондовая биржа TSV	25	0	21	0	37	0
PTC	16	0	9	0	2,4	0
ММВБ	1	0	1,5	0	3,4	0
МФБ	нд	0	нд	0	0,6	0

0 - торговля не ведется или объем менее 100 млн.долл.

*Следует иметь в виду, что в силу разных методов учета, показатели оборота на разных биржах не всегда сопоставимы, хотя на общую картину это не влияет. На ряде бирж используется метод TSV (Trading System View), на других - REV (Regulated Environment View). В первом случае учитываются только сделки, совершаемые в торговом зале, или проходящие через биржевую систему, во втором фактически учитываются все сделки, совершенные членами биржи, в т.ч. вне рамок торговой системы биржи. Иногда разрыв может быть весьма значительным. Это видно на примере Франции и Испании, где имеются данные, полученные обоими методами.

Источник: FIBV Annual Report 2000. Paris, 2000, p.100; FIBV Annual Report 1997. Paris, 1998, p.62; FIBV Annual Report 1998. Paris, 1999, p.82; www.micex.ru; www.rts.ru.

Таблица 4.6

Оборот торговли акциями за день и средняя стоимость сделки

Рынок	1997		1998		1999	
	Оборот за день, млн. долл.	Средняя стоимость сделки, тыс. долл.	Оборот за день, млн. долл.	Средняя стоимость сделки, тыс. долл.	Оборот за день, млн. долл.	Средняя стоимость сделки, тыс. долл.
Нью-Йоркская фондовая биржа	22836	56	29040	54	35497	53
НАСДАК	17714	39	21901	34	41537	36
Лондонская фондовая биржа	7864	206	11460	215	13490	200
Токийская фондовая биржа	3657	нд	3040	нд	6839	нд
Парижская фондовая биржа REV	1711	18	2582	23	11387	нд
Парижская фондовая биржа TSV	1657	11	2370	13	3032	13
Немецкая биржа	4271	38	5943	32	6108	21
Тайваньская фондовая биржа	4576	8	3306	6	3435	6
Швейцарская биржа	2267	93	2746	79	2212	74
Мадридская фондовая биржа	1711	18	2582	23	2955	22
Торонтская фондовая биржа	1213	27	1320	27	1424	20
Амстердамская фондовая биржа	1110	74	1619	68	1855	62
Куала-Лумпурская фондовая биржа	588	7	109	1,4	171	2
Корейская фондовая биржа	585	5	497	3	2946	5
Гонконгская фондовая биржа	1852	14	835	12	931	10
Австралийская фондовая биржа	668	29	634	24	783	19
Стокгольмская фондовая биржа	706	36	920	36	1245	37
Чикагская фондовая биржа	784	20	1186	18	2305	19
Итальянская фондовая биржа	810	17	1923	18	2124	19
Фондовая биржа Сан-Паулу	766	102	567	65	341	29
Американская фондовая биржа	566	29	1143	50	нд	нд
Сингапурская фондовая биржа	295	11	234	нд	426	нд
Таиландская фондовая биржа	100	3	86	2	152	3
<i>PTC</i>	61	нд	37	нд	9,5	нд
<i>ММВБ</i>	3	нд	4,6	нд	13,5	нд

Источник: FIBV Annual Report за ряд лет; www.micex.ru; www.rts.ru

сделок (сколько - не поддается подсчету) совершается, минуя организованные рынки.¹

¹ Хотя формально РТС до 1999 г. считалась небиржевой торговой системой, с точки зрения ее экономической сущности она рассматривается нами как фондовая биржа.

Количество сделок и проданных акций

НАСДАК и НФБ занимают лидирующие позиции и по количеству совершенных сделок с акциями (см. табл. 4.7).

Таблица 4.7

Число совершенных сделок с акциями (млн.)*

Биржа	1996	1997	1998	1999
НАСДАК	79	114	165	169
Нью-Йоркская фондовая биржа	75	103	135	290
Тайваньская фондовая биржа	74	156	145	159
Корейская фондовая биржа	27	36	56	161
Парижская фондовая биржа (TSV)	26	37	45	59
Куала-Лумпурская фондовая биржа	25	22	19	27
Немецкая биржа	17	28	46	73
Стамбульская фондовая биржа	12	18	22	26
Гонконгская фондовая биржа	12	33	17	23
Таиландская фондовая биржа	9	9	10	13
Торонтская фондовая биржа	9	11	12	18
Лондонская фондовая биржа	8	10	13	17
РТС	нд	0,2**	0,08**	0,07**

*Покупка и продажа акции рассматривается как одна сделка.

** Оценка

Источник: FIBV Annual Report за ряд лет; www.rtsnet.ru

Биржевая торговля облигациями

Значение фондовых бирж в торговле облигациями заметно различается в отдельных странах.

Даже в США, где доля фондовых бирж в торговле облигациями крайне незначительна, многие облигации имеют листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже.

В европейских странах вообще большая часть облигаций, как государственных, так и частных, имеет листинг на фондовых биржах и через биржу проходит иногда значительная, а иногда и большая часть сделок. В России исторически сложилась в основном биржевая система торговли облигациями. До августовского кризиса 1998 г. торговля основными государственными долговыми

Таблица 4.8

Оборот торговли облигациями на ведущих фондовых биржах (1998 г., млрд. долл.)

Рынок	Всего*	Частный сектор	Гос. сектор	Иностранные эмитенты
НАСДАК REV	0,2	0,12	нд	0,05
Нью-Йоркская фондовая биржа TSV	4	4	0	0
Фондовая биржа Буэнос-Айреса TSV	36	0,4	35	0
Копенгагенская фондовая биржа REV	1294	491	803	0,3
Немецкая биржа REV	1523	60	1416	47
Итальянская фондовая биржа REV	3832	14	3816	2
Лондонская фондовая биржа REV (1997 г.)	1622	18	1557	48
Парижская фондовая биржа TSV	452	29	405	17
Парижская фондовая биржа REV	13632	167	13377	88
Стокгольмская фондовая биржа REV	1642	нд	нд	нд
Фондовая биржа Йоганесбурга TSV	1508	нд	нд	нд
Амстердамская биржа REV	296	35	260	0,1
Швейцарская биржа REV	156	26	86	44
Токийская фондовая биржа TSV	68	52	16	0,2
Осакская фондовая биржа TSV	4	4	0	0
<i>ММВБ</i>	76,10	0,16	75,94	0

Примечания: Как и в случае рынка акций, в связи с различной методикой подсчета оборота, данные несопоставимы. На ряде бирж используется метод TSV (Trading System View), на других - REV (Regulated Environment View). В первом случае учитываются только сделки, совершаемые в торговом зале, или проходящие через биржевую систему, во втором фактически учитываются все сделки, совершенные членами биржи, в т.ч. вне рамок торговой системы биржи.

Источник: FIBV Annual Report 1998. Paris, 1999, p.104; www.micex.ru.

обязательствами (ГКО-ОФЗ) была сконцентрирована в рамках системы валютных бирж, центром которой выступала Московская межбанковская валютная биржа. Рынок муниципальных облигаций также был в целом биржевым: ММВБ, МФБ, Санкт-Петербургская валютная биржа, Фондовая биржа «Санкт-Петербург» и другие биржи.

Таблица 4.9

Количество эмитентов облигаций, имеющих котировку на ведущих биржах мира (конец 1998г.).

Рынок	Эмитенты				Выпуски			
	Всего	Частный сектор	Гос. сектор	Иностр. Эмитенты	Всего	Частный сектор	Гос. сектор	Иностр. эмитенты
Нью-Йоркская фондовая биржа	474	410	7	57	1858	945	708	205
НАСДАК	40	37	-	3	42	39	-	3
Немецкая биржа	703	288	52	363	23449	20152	2158	1139
Лондонская фондовая биржа	1628	879	54	695	8989	4676	189	4124
Люксембургская фондовая биржа	3100	нд	нд	Нд	10513	273	17	10223
Парижская фондовая биржа	417	205	77	135	3524	1172	745	1607
Корейская фондовая биржа	11652	1512	137	3	13590	6500	7087	3
Австралийская фондовая биржа	24	12	10	2	1186	19	1165	2
Токийская фондовая биржа	499	478	4	17	957	804	125	28
Весь мир*	11217				83445			

* Члены Международной федерации фондовых бирж

Источник: FIBV Annual Report 1998. Paris, 1999, p.95-96.

Как видно из приведенных выше данных, наибольший оборот облигациями - на европейских биржах. Париж, Лондон, Милан - основные центры биржевой торговли облигациями. В Японии и особенно в США объемы торговли облигациями на биржах очень незначительны.

Еще одна особенность: значительная часть биржевого оборота облигациями в европейских странах приходится на государственные долговые инструменты, в то время как в США торговля государственными облигациями на биржах практически не ведется.

В России, в связи с практически полным отсутствием до 1999 г. на внутреннем рынке корпоративных облигаций, биржевая торговля облигациями сводится (точнее сводилась) почти исключительно к долговым обязательствам государства, субъектов Федерации и муниципальных органов.

Основные биржи производных финансовых инструментов

Первые товарные фьючерсные контракты появились в США в Чикаго еще в середине XIX в. на крупнейшей товарной бирже, носящей название Чикагская торговая палата (Chicago Board of Trade - CBOT). Это были сначала контракты на пшеницу, потом на другие зерновые товары. В 20-е годы появился важнейший элемент фьючерсной торговли - клиринговая палата, и тогда же полностью сформировался современный механизм фьючерсной торговли.

Революционные изменения на рынке фьючерсов связаны с появлением финансовых фьючерсов. В 1972 г. на Чикагской товарной бирже (Chicago Mercantile Exchange - CME) появился фьючерсный контракт на валюту¹, затем на CBOT - на казначейские векселя, процентные ставки, а в 1982 г. - на биржевые индексы. В настоящее время объем торговли финансовыми фьючерсами намного превосходит объем торговли фьючерсами товарными.

Основной биржей финансовых фьючерсов до самого конца 90-х годов являлась Чикагская торговая палата, специализация - фьючерсы на казначейские облигации. Второй крупнейший рынок фьючерсов Америки - Чикагская товарная биржа. Специализация - фьючерсы на фондовые индексы, процентные ставки и иностранную валюту (торговля ведется на двух подразделениях биржи: Index and Option Market и International Monetary Market).

В 1973 г. была создана Чикагская биржа опционов Chicago Board Options Exchange (дочерняя Чикагской торговой палаты). Сначала торговля осуществлялась опционами только на 16 акций, причем выписывались только колл-опционы (опционы на покупку). В конце 90-х велась торговля опционами примерно на 1500 акций, биржевые индексы, валюту, казначейские облигации и фьючерсные контракты.

На протяжении 70-х годов американские биржи обладали монополией на биржевую торговлю деривативами. Только в 1982 г. появилась первая

неамериканская биржа производных финансовых инструментов - Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (London International Financial Futures Exchange - LIFFE). Первые 10 лет она была чисто фьючерсной биржей, а после объединения с рынком опционов Лондонской фондовой биржи в 1992 г. - фьючерсно-опционной (полное официальное название - London International Financial Futures and Options Exchange, однако прежняя аббревиатура сохранилась).

В 80-е годы появляются деривативные биржи и в других странах, тем не менее, как отмечалось в главе 1, американские абсолютно доминировали до конца десятилетия.

В 90-е годы на долю американских бирж приходится уже только половина биржевого рынка деривативов, тем не менее, они остаются по-прежнему крупнейшими центрами торговли производными ценными бумагами.

Среди неамериканских бирж крупнейшей долгое время являлась Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов. В 1998 г. немецкая EUREX (ранее называлась DTB - Deutsche Termin Börse, переименована в 1998 г. после объединения со швейцарской SOFFEX), вышла на первое место в Европе. А в 1999 г. EUREX по количеству проданных контрактов (379 млн.) вышла на первое место в мире. По этому показателю второе принадлежало CBOT (255 млн.), третье CBOE (254 млн.), четвертое CME (205 млн.).²

Среди прочих крупными объемами торговли во второй половине 90-х годов выделялись парижские биржи опционов МОНЕП (MONEP - Marché des options négociables de Paris) и фьючерсов МАТИФ (MATIF - Marché à Terme d'Instruments Financiers; в июне 1999 г. обе французские деривативные биржи объединились с Парижской фондовой биржей, образовав группу ParisBourse^{SBF} SA); Испанская биржа финансовых фьючерсов (MEFF); Амстердамская биржа АЕХ (до 1995 г. торговля велась на отдельной деривативной бирже - Европейской бирже опционов (European Options Exchange) Сингапурская

¹ В некоторых источниках называется 1968 г.

² BIS Quarterly Review, Feb. 2000, p.29.

международная валютная биржа САЙМЕКС (Singapore International Monetary Exchange SIMEX),¹ Сиднейская фьючерсная биржа (Sydney Futures Exchange).

Об организационных изменениях на деривативных биржах конца 90-х годов см. ниже. Сводную информацию по деривативным биржам публикует МФФБ. Приводимая ниже таблица характеризует объемы торговли на ведущих деривативных биржах мира (табл. 4.10)

В странах с формирующимися рынками деривативные биржи начали появляться совсем недавно - в середине 90-х годов. Во многих странах их нет и до сих пор. При этом надо помнить, что многие из этих рынков уже имели достаточно длительную историю развития. Т.е. наличие рынка деривативов предполагает достаточно развитый финансовый сектор.

Срочные рынки в России создаются почти одновременно с рынками реальных ценных бумаг с начала 90-х годов. Сначала это были рынки валютных фьючерсов, затем рынки процентных фьючерсов (фьючерсы на ГКО), затем появились фьючерсы на акции и на индексы. В 1997 - 1998 гг. тремя основными центрами торговли деривативами являлись: Московская центральная фондовая биржа, Московская межбанковская валютная биржа и Российская биржа (был период, когда в Москве действовало одновременно 7 площадок для торговли срочными контрактами).²

¹ В декабре 1999 г. произошло слияние SIMEX с Сингапурской фондовой биржей.

² Тяжелейший удар по российскому срочному рынку нанес августовский кризис 1998 г. Основной его сегмент - торговля фьючерсами на ГКО - перестал существовать. Потерпела банкротство старейшая в Российской Федерации биржа - Российская биржа (бывшая РТСБ).

Таблица 4.10

Торговля опционными и фьючерсными контрактами на основных биржевых рынках, 1998 г.

Биржа	Опционы на акции, тыс. контракт ов	Опционы на акции – номинальная стоимость базисных активов, млрд.долл	Опционы на индексы, тыс. контрактов	Опционы на индексы, номинальная стоимость, млрд.долл	Фьючерсы на индексы, тыс. контрактов	Фьючерсы на индексы, номинальная стоимость, млрд.долл.	Опционы на облигации, тыс. контрактов	Опционы на облигации, номинальная стоимость активов, млрд.долл.	Фьючерсы на облигации, тыс. контрактов	Фьючерсы на облигации, номинальная стоимость активов, млрд.долл.
Америка										
Американская фондовая биржа	94316	нд	1386	53	нт	нт	нт	нт	нт	нт
Чикагская биржа опционов (СВОЕ)	138507	661	67230	4848	нт	нт	нт	нт	нт	нт
Чикагская торговая палата (СВОТ)	нт	нт	245	21	3568	308	52609	5251	165116	16546
Чикагская товарная биржа (СМЕ)	нт	нт	5147	1372	37976	9060	нт	нт	104	104
Фондовая биржа Сан – Пауло	39674	234	17	1	нт	нт				
Европа										
Немецкая биржа срочных контрактов (Eurex)	30854	163	30146	851	7456	997	7905	1123	131604	18703
Амстердамская биржа (АЕХ)	52741	нд	7987	446	3501	391	209	1	0,2	0
Швейцарская биржа срочных контрактов (Eurex)	30105	247	3394	166	4445	218	3	0,2	723	50
Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (LIFFE)	3308	нд	4541	424	7062	1630	7425	942	39730	4915
Парижская биржа опционов (MONEP)	28953	нд	7982	446	нт	нт	нт	нт	нт	нт
Французская биржа срочных контрактов (MATIF)	нт	нт	нт	нт	16908	1060	3395	288	26178	2220
Испанская биржа фьючерсов и опционов (MEFF)*	2695	8	1681	175	1681	175	648	43	15767	1056
Шведский рынок опционов (OM)	20589	нд	4947	69	9266	81	3	0,3	9356	1176
АТР										
Осакая фондовая биржа	364	20	5233	615	9722	81	нт	нт	нт	нт
Токийская фондовая биржа	316	нд	0,3	0	2731	246	1849	1414	10982	8398
Сингапурская международная валютная биржа (SIMEX)	нт	нт	859	50	7511	385	2	1	194	74

нт - нет торговли

* MEFF RENTA VARIABLE (Мадрид) - опционы на акции и фондовые индексы и MEFF RENTA FIJA (Барселона) - опционы и фьючерсы на процентные ценные бумаги. Источник: FIBV Annual Report 1998. P.,1999, p.129-130.

Таблица 4.11

Открытые позиции по финансовым фьючерсным и опционным контрактам, тыс. 1998 г.

Биржа	Опционы на акции	Опционы на индексы	Фьючерсы на индексы	Опционы на гос. облигации	Фьючерсы на гос. облигации
Америка					
Американская фондовая биржа (AMEX)	12981	130	нт	нт	нт
Чикагская биржа опционов (СВОЕ)	16554	3233	нт	нт	нт
Чикагская торговая палата (СВОТ)	Нт	14	16	1565	1471
Чикагская товарная биржа (СМЕ)	Нт	188	445	нт	11
Филадельфийская фондовая биржа (PHLX)	2148	131	нт	нт	нт
Фондовая биржа Сан - Пауло	1786	6	нт	нт	нт
Фондовая биржа Рио-де-Жанейро	1187	нт	нт	нт	нт
Европа					
Немецкая биржа срочных контрактов (Eurex)	2014	1019	129	225	499
Амстердамская биржа (АЕХ)	10289	591	43	нт	нт
Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (LIFFE)	482	409	208	16	136
МАТИФ (МАТИФ)	Нт	нт	275	16	107
Испанский рынок финансовых фьючерсов (MEFF)	268	28	72	0,2	19
МОНЕП (МОНЕП)	6158	923	нт	нт	нт
Шведская срочная биржа (ОМ)	1351	240	нд	нт	нд
Швейцарская биржа срочных контрактов (EUREX)	2506	458	114	0,1	11
АТР					
Австралийская фондовая биржа (ASX)	1097	2	нт	нт	нт
Сиднейская фьючерсная биржа (SFE)	Нт	180	276	6	240
Осакская фондовая биржа	29	79	326	нт	нт
Токийская фондовая биржа	7	0	98	50	162
Сингапурская международная валютная биржа (SIMEX)	Нт	55	111	0,1	4

Источник: FIBV Annual Report 1998. P.,1999, p.131.

Отметим, что в странах с развитыми рынками, при неизмеримо больших объемах торговли по сравнению с российскими, действует всего одна, иногда две деривативные биржи. Единственное исключение - США, однако масштабы финансового рынка этой страны сопоставимы с финансовыми рынками всех

развитых стран мира вместе взятых, поэтому наличие здесь нескольких торговых площадок естественно.

Как известно, на срочных рынках действуют две основные группы участников - хеджеры и спекулянты (выделяют также и третью группу - арбитражеров). Хеджеры - экономические субъекты, совершающие сделки купли-продажи на срочном рынке с целью застраховать себя от ценовых изменений на фондовом рынке. В качестве хеджеров выступают предприятия, банки, институциональные инвесторы. Спекулянты - экономические субъекты, работающие на срочном рынке в расчете на получение более высокой нормы прибыли благодаря свойственному срочным операциям эффекту рычага (leverage) и готовые принять на себя риск потерь от неблагоприятного изменения цен. Это могут быть те же банки и специализированные финансовые учреждения.

На российском рынке абсолютно доминировала лишь вторая группа участников, представленная банками и компаниями по ценным бумагам, что не могло не сказаться на “здоровье” всего срочного рынка. Впрочем, спекулятивный, флюсообразный характер, слабая связь с реальным сектором, к сожалению, свойственны всему российскому фондовому рынку.

4.2 Организационное устройство фондовых бирж

Что из себя представляют современные фондовые биржи с точки зрения их организационно-правовой формы?

Для ответа на этот вопрос воспользуемся данными по биржам, входящим в Международную федерацию фондовых бирж (по состоянию на 1998 г.). Повторим, что в совокупности на федерацию приходится 95-97% мирового биржевого рынка акций, а количество ее членов составляет около трети от мирового. Т.е. ситуация в группе членов МФФБ реально отражает мировые тенденции.

72% членов МФФБ - это компании (корпорации), а оставшиеся 28% делятся на ассоциации (17%) и прочие юридические формы (11%). Последние в Европе включают государственную или полугосударственную организацию, в странах азиатско-тихоокеанского региона (АТР) - иные формы.¹

Только в Южной Америке большинство бирж (более половины) имеют форму ассоциаций.

В 70-90-е годы целый ряд бирж изменил свое организационное устройство, преобразовавшись из ассоциаций и государственных организаций в корпорации. Так, Нью-Йоркская фондовая биржа была преобразована из ассоциации в корпорацию, находящуюся в собственности своих членов в 1972 г. Лондонская фондовая биржа превратилась из ассоциации в компанию с ограниченной ответственностью (private limited company), принадлежащую своим членам в 1986 г. В 1999 г. было принято решение о возможности продажи ее акций нечленам биржи (без публичного предложения ее акций). После слияния с Немецкой биржей в мае 2000 г. и образовании межнациональной биржи iX новая биржа должна превратиться в публичную корпорацию.

Организационная структура фондовой биржи во Франкфурте в современном виде (вплоть до 2000 г.) существовала с 1 января 1993 г. Франкфуртская фондовая биржа (Frankfurter Wertpapierbörse), как и все германские биржи, по законодательству, принятому еще в прошлом веке (1896 г.), является публично-правовым учреждением.. Иными словами, Франкфуртская фондовая биржа по своему статусу является как бы государственной или квази-государственной организацией (в прошлом она подчинялась торгово-промышленной палате).

Однако после проведенных в конце 1992 г. реорганизаций ФФБ стала связана напрямую не с ТПП, а с А/О Немецкая биржа (Deutsche Börse AG), которое управляло Франкфуртской фондовой биржей. По сути дела ФФБ и

¹ FIBV Annual Report 1998. Paris, 1999, p.32.

Немецкая биржа - две стороны одной медали и фактически это одно и то же, хотя формально различные учреждения.

Сама Немецкая биржа представляла собой открытое акционерное общество, 81% акций которого принадлежало банкам, 10% - региональным биржам и 9% - маклерам. В свою очередь, Немецкая биржа управляет Франкфуртской фондовой биржей и Немецкой биржей срочных контрактов Eurex (ранее называлась DTB).

Этому акционерному обществу принадлежало и являлись его дочерними предприятиями депозитарно-клиринговая система Clearstream Banking AG (в 1998-1999 гг. Deutsche Börse Clearing, ранее Deutscher Kassenverein AG), информационная система (Deutsche Börse Systems) и Общество содействия развитию фондовых бирж и финансовых рынков в Центральной и Восточной Европе.¹

Аналогичная реформа была осуществлена в Вене, где биржа также была преобразована из учреждения публичного права (по закону 1876 г.) в акционерное общество Wiener Börse AG.

Итальянская фондовая биржа в прошлом была государственным учреждением. В настоящее время это акционерное общество Borsa Italiana S.p.A., 63% акций которого принадлежит банкам, 29% компаниям по ценным бумагам (SIM) и 8% институциональным инвесторам (сентябрь 1997 г.). В составе ее совета директоров, соответственно, большинство - представители банков, один директор представляет иностранные банки, двое - институциональных инвесторов и один - эмитентов.²

В 1993 г. Стокгольмская фондовая биржа была преобразована в компанию с ограниченной ответственностью, в которой члены и эмитенты имеют по 50% в капитале.

¹ После слияния с Лондонской фондовой биржей и образования iX, по всей видимости, должны произойти новые серьезные изменения в организационной структуре, но какие именно, должно быть ясно лишь осенью 2000 г.

² Financial Market Trends, No.71, Nov. 1998, p. 33.

В 1997-98 гг. государство продало контрольный пакет акций Афинской фондовой биржи брокерским фирмам, эмитентам и страховым компаниям, уменьшив свою долю до 45%.¹

Имеющиеся данные говорят о том, что и в ближайшие годы этот процесс будет продолжаться.

Во всех странах фондовые биржи сталкиваются с конкуренцией со стороны иностранных бирж и частных торговых систем (см. ниже). Ответом на вызов и становится смена организационного устройства. Дело в том, что наиболее действенным фактором в конкурентной борьбе является постоянная технологическая модернизация фондовых бирж, требующая больших затрат капитала. Именно для того, чтобы привлечь капитал, фондовые биржи и становятся корпорациями, подчас публичными, открываясь для широкой группы инвесторов, а не только членов биржи.

Некоторые биржи планируют получить или уже получили листинг на своей же бирже. Так в октябре 1998 г. Австралийская фондовая биржа превратилась из «взаимного» учреждения, принадлежавшего только своим членам, в публичную компанию и вскоре получила листинг. На Австралийской фондовой бирже ныне торгуют ее акциями. А общее количество акционеров выросло с 606 до более чем 8000.² Аналогичные изменения в декабре 1999 г. произошли на Сингапурской фондовой бирже.

Еще одна причина смены организационной формы - стремление изменить структуру управления. В отличие от «внутреннего» собственника - члена биржи, «внешний» собственник, становясь акционером или пайщиком биржи руководствуется прежде всего целью получения прибыли. Это дает положительный результат с точки зрения корпоративного руководства. Оценки, проводившиеся МФФБ, свидетельствуют о том, что «в условиях обострившейся

¹ FIBV Monthly Newsletter Dec. 1998.

² Australia Stock Exchange Fact Book 1999. Sydney, 1999, p.2,3.

конкуренции управление с участием внешних собственников более эффективно”.¹

Тем не менее, тенденцию к превращению бирж в публичные корпорации можно рассматривать лишь как тенденцию. Большая часть бирж - членов МФФБ (66% в 1998 г., 74% в 1996 г.) по-прежнему принадлежала только своим членам. В Америке все биржи принадлежат только членам (1998 г.), в Европе в структуре собственности на долю членов приходится немного более 50%, а остальное на прочих собственниках (физических лиц, компании, государство)²

До сих пор (по состоянию на 1998 г.) 17% европейских бирж - членов МФФБ сохраняют статус государственной организации, у которых основным, а иногда и единственным собственником является государство.

Членство на фондовых биржах

Среднее число членов на биржах группы МФФБ составляло в 1997 г. 422. Однако сама по себе эта цифра ни о чем не говорит, поскольку численность для каждого конкретного рынка колеблется в диапазоне от 33 (Сингапурская фондовая биржа) до 5597 (НАСДАК). В целом на американских биржах количество членов значительно больше, чем в других регионах. Отчасти это объясняется тем, что фирмы и частные индивидуумы в США должны покупать места на бирже. На биржах за пределами США понятие “биржевое место” отсутствует.

Большая часть бирж - членов МФФБ (55%) являлись бесприбыльными организациями. Причем эта пропорция примерно одинакова для всех регионов. При этом, однако, если в США все биржи являлись прибыльными организациями (кроме Чикагской биржи опционов и Нью-Йоркской фондовой биржи), то в Канаде все биржи бесприбыльные.³

¹ FIBV 1997 Annual Report. Paris, 1998, p.24.

² Ibid., p.25.

³ Так утверждает в FIBV 1998 Annual Report. Paris, 1999, p.34. Правда, там же мы обнаружили ошибочное утверждение, что и НФБ является прибыльной организацией, что неверно. В 2000 г. НФБ должна превратиться в прибыльную организацию.

Высокая доля бесприбыльных организаций вроде бы противоречит тому, что большая часть бирж - корпорации, а также тем изменениям, происходящим на биржах, о которых говорилось выше. Ведь поскольку большая часть собственников бирж - частные компании или физические лица, можно было бы ожидать, что получение прибыли должно являться целью фондовой биржи как вида бизнеса. Неужели собственники фондовых бирж филантропы?

Ответ не столь прост. Конечно, эти собственники отличаются от обычных акционеров, покупающих акции листинговых компаний или инвестиционных фондов, для которых получение прибыли является, как правило, единственной целью. Но, как указывалось выше, примерно 70% владельцев бирж являются их членами, т.е. главными пользователями биржи. Как члены, собственники бирж более заинтересованы не в дивидендах, а в четкой и эффективной работе фондовой биржи. Как члены, они также могут получать отдачу от своей собственности в виде льготной платы за использование услуг биржи.

В связи с тем, что все больше бирж меняют форму собственности, превращаясь в компании, в целом наблюдается тенденция увеличения доли прибыльных бирж.

В Российской Федерации в Законе “О рынке ценных бумаг” для фондовых бирж предусмотрена одна организационно-правовая форма - некоммерческое партнерство.¹ В период разработки Закона среди российских специалистов было распространена точка зрения, что биржа обязательно должна быть бесприбыльной организацией, поскольку “она является таковой во всем мире”. Как было показано выше, это не так и, кроме того, все больше бирж становятся прибыльными организациями.

Как распределяется прибыль тех 45% бирж МФФБ, которые являются прибыльными организациями? Около 40% (1998 г.) выплачено собственникам как дивиденды, более 40% реинвестировано, оставшаяся часть распределена между членами в виде скидок за предоставляемые услуги. Причем на биржах

¹ Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", ст. 11.

Северной Америки вся прибыль была реинвестирована, Южной Америки - вся прибыль выплачена в виде дивидендов. В Европе около 50% прибыли выплачено как дивиденды. На биржах АТР большая часть прибыли направлена на инвестиции, на дивиденды - только 14%).¹

С точки зрения величины доходов, наибольший денежный поток был генерирован европейскими биржами (1,7 млрд. долл.), на северо-американские и азиатско-тихоокеанские биржи пришлось, соответственно, 1,5 и 1,3 млрд., на южно-американские - 0,4 млрд. долл.

Основные источники доходов

В целом по всем биржам МФФБ структура дохода бирж выглядит следующим образом:

плата за предоставляемые услуги - 42,8%

операционные доходы - 28,5%

Плата за листинг - 15,7%

Прочие - 13,1%

Только на биржах Южной Америки структура доходов заметно отличалась от этих средних значений: здесь операционные доходы превышали 57% всех доходов.²

Следует отметить, что чрезмерная зависимость от операционных доходов чревата негативными последствиями для биржи. Высокая волатильность рынков означает заметные колебания оборотов, что приводит к колебаниям доходов самой биржи. В свою очередь, нерегулярность доходов может негативно отразиться на развитии биржи.

Плата за услуги и листинг представляет собой более стабильный источник доходов бирж, поскольку они прямо не связаны с динамикой рынка. На американских биржах плата за листинг дала примерно 25% всех биржевых доходов.

¹ FIBV 1998 Annual Report. Paris, 1999, p.35.

² Ibid., p.36.

Плата за листинг на 40% состоит из единовременных платежей и на 60% из ежегодной платы.

Операционные доходы состоят в основном из комиссионных (transaction fees): 55% в Северной Америке, примерно 80% в Южной Америке и АТР и 70% в Европе. Остальная часть падает главным образом на аренду оборудования (terminal-leasing fees). При этом, однако, за общими цифрами скрывается тот факт, что почти все доходы от аренды дает в Европе всего одна биржа - Deutsche Börse.

Комиссионные должны расти вместе с ростом оборота. Так в целом и происходит. Однако темпы роста комиссионных в несколько раз меньше темпов роста оборота. Это связано с тем, что основным направлением конкуренции фондовых бирж является снижение издержек для участников торговли. Сокращение комиссионных - одна из основных целей любой биржи. Еще одно объяснение заключается в том, что рост оборотов бирж в последние годы связан с деятельностью институциональных инвесторов, которые совершают крупные сделки. Комиссионные в современных условиях взимаются по регрессивной шкале: чем больше сделка, тем меньший процент комиссионных.

Если поделить комиссионные на количество совершенных сделок, получится средняя стоимость совершения сделки (речь идет только о комиссионных в пользу биржи, а не комиссионных для инвестора), 1997 г.:

Северная Америка - 1,55 долл.

АТР - 1,48 долл.

Европа - 3,23 долл.

Южная Америка - 3,72

По мере роста конкуренции средняя стоимость комиссионных в расчете на одну сделку будет и дальше сокращаться.

В группе “плата за услуги” двумя основными статьями являются продажа информации и услуги по клирингу и урегулированию расчетов. Правда, последняя статья, имеющая важное значение в Европе и АТР, полностью

отсутствует в Северной Америке. Связано это с тем, что в Северной Америке депозитарно-клиринговые организации формально отделены от бирж.

В группе прочих доходов наибольший удельный вес имеют доходы от финансовых инвестиций и технического содействия. Известна, например, очень активная деятельность Парижской биржи по продвижению своих технологий в странах Восточной Европы и Северной Африки.

Основные виды издержек бирж - заработная плата служащих, закупки и обслуживание оборудования. На биржах развитых стран доля заработной платы в издержках колеблется в районе 30% (выше всего в Северной Америке).

В целом по группе бирж МФФБ в 1997 г. доходы превысили затраты примерно на 1500 млн. долл. (800 млн. в 1996 г.). Т.е. биржи остаются весьма рентабельными организациями. По данным за середину 90-х годов только у 5 бирж МФФБ на протяжении двух-трех лет расходы превышали доходы.¹

4.3 Изменения в торговых системах фондовых бирж

Важнейшей тенденцией последних двух десятилетий на фондовом рынке стала автоматизация торговли ценными бумагами и внедрение на фондовых биржах компьютерных систем. В первую очередь автоматизация затронула систему расчетов и клиринга, которая в настоящее время немыслима без использования мощной вычислительной техники, затем дошла очередь и до внедрения компьютеров непосредственно в процедуру подачи заявок на биржу и, наконец, непосредственно в торговлю.

В настоящее время большая часть бирж развитых стран отказалась от системы “открытого выкрика”, перейдя на компьютерную торговлю. На некоторых биржах используются оба варианта. Примечательно, что крупнейшая биржа мира - Нью-Йоркская фондовая по-прежнему использует традиционный голосовой аукцион и в ближайшие годы не собирается от него отказываться. (Голосовые торги сохранялись до апреля 1999 г. и на второй крупнейшей

¹ FIBV 1997 Annual Report. Paris, 1998, p.34.

фондовой бирже мира - Токийской фондовой бирже). По-видимому, изменениям препятствует как раз то, что НФБ именно крупнейшая биржа мира, с устоявшимися традициями. При этом, однако, необходимо подчеркнуть, что в техническом отношении НФБ является одной из самых оснащенных (передача приказов на биржу, урегулирование расчетов, распространение информации и т.п.).

Многие молодые биржи на формирующихся рынках с самого начала создаются на современной технической базе, используя только электронные торговые системы.¹

По нашим расчетам (июнь 1999 г.), из **50 фондовых бирж - членов МФФБ** (51-я - Чикагская биржа опционов) **только на 17 торговля акциями и облигациями проходила методом “открытого выкрика”**, причем на большинстве из этих 17 одновременно использовалась и компьютерная система. На всех остальных применялась только компьютерная электронная торговая система.

Автоматизированные системы отличаются видами приказов, которые могут вводиться в торговую систему, правилами, касающимися механизма исполнения приказов, степенью автоматизации механизма установления цены, степенью автоматизации механизма подачи приказов и объемом информации, которая выдается системой.²

¹ Электронные системы представляют угрозу занятым в отрасли. В начале 90-х в Милане происходили забастовки брокеров торгового зала (procuratori), протестовавших против введения компьютерной торговой системы. Но, конечно, прогресс остановить невозможно. В настоящее время Итальянская фондовая биржа - полностью электронная.

² В торговую систему могут вводиться приказы различного типа. В лимитных приказах (limit orders) оговаривается предельная цена покупки или продажи (купить не дороже, продать не дешевле) и количество ценных бумаг. Такие приказы, как правило, не требуются исполнять немедленно. Рыночные приказы (market orders) содержат сведения о количестве ценных бумаг, которые требуется купить или продать, но не указывается цена. Их необходимо исполнять немедленно. Дневные приказы (day orders) действительны в течение рабочего дня и автоматически аннулируются, если не исполнены. Их противоположностью являются приказы, действительные до отмены (good-till-cancelled). Приказы типа “все или ничего” (all or none) не допускают частичное исполнение. Приказы на исполнение по цене открытия или закрытия (“market on opening/closing” orders) предусматривают исполнение по цене начала/окончания торгового дня.

Многие приказы являются обусловленными теми или иными обстоятельствами. Например, пороговые поручения (stop orders) предусматривают исполнение при достижении ценой какого-то “порогового” значения (купить/продать если цена достигнет такого-то уровня). “Last sale price orders” должны быть исполнены по цене равной или лучшей, чем цена последней сделки, “mid market orders” должны быть исполнены по средней цене

Алгоритм исполнения приказов в торговой системе представляет собой набор правил, которые определяют последовательность ранжирования поступивших для исполнения заявок, а также цены, по которым сделки должны быть совершены.

Обычно главным приоритетом выступает цена. Заявки с более высокими ценами на покупку и более низкими ценами на продажу удовлетворяются раньше, чем, соответственно, менее высокими и менее низкими. После использования первичного критерия, используются вторичные (время поступления, объем заявки и т.п.).

По степени автоматизации механизма определения цены различаются следующие торговые системы (т.е. фондовые биржи и внебиржевые системы):

1.Цены исполнения берутся с другого рынка (пассивная система определения цены). Цены могут колебаться в течение торговой сессии, а может использоваться единая цена, например цена закрытия. Механизм пассивного определения цены используется во многих системах исполнения небольших заявок.

2.Цены могут быть взяты с основного рынка, но к ним применяется специальный алгоритм, который позволяет их улучшить.

3.Может предусматриваться возможность торговли. Она, например, есть в системе ИНСТИНЕТ - торговой системе для торговли акциями, принадлежащей Рейтеру (см. ниже). Она допускает возможность совершать сделки исходя из выводимых на экран котировок и путем непосредственной торговли двух контрагентов на анонимной основе.

4.Непосредственное исполнение заявок исходя из выводимых котировок.

между последней котировкой на покупку и продажу. Пакетные сделки (basket trades) предусматривают продажу или покупку той или иной бумаги только при условии одновременной покупки или продажи другой бумаги. В сделках, “привязанных к индексу” (index-related trades), цена купли/продажи зависит от уровня того или иного фондового индекса. Кассово-срочная сделка (spot/futures trades) предусматривает возможность кассовой сделки только при одновременном заключении срочной.

5. Онкольный (залповый) рынок.¹ Это автоматизированный двойной аукцион, при котором заявки на покупку и продажу накапливаются в электронной системе и затем одновременно исполняются по единой цене, обеспечивающей максимальный оборот. Например, так называемая Arizona Stock Exchange в США (торговая система, принадлежащая брокерско-дилерской фирме) - образец полностью автоматизированной системы онкольного типа.² Таким путем определяется цена открытия/закрытия в Париже, Торонто, Франкфурте и Токио.

6. Автоматизированный непрерывный двойной аукцион (continuous trading). Заявки на покупку и продажу передаются на постоянной основе и автоматически исполняются при наличии встречных (совпадающих по цене) лимитных заявок. Эта система используется в Париже (NSC, ранее SuperCAC), Франкфурте (XETRA), Торонто (CATS), Токио (CORES), Австралии (SEATS), на Московской межбанковской валютной бирже.

Подача заявки от инвестора непосредственно в торговую систему может быть прямой или иметь многозвенный путь. Прямая подача заявки осуществляется с помощью компьютерных систем. На Нью-Йоркской фондовой бирже это система Супер-Дот (Super-DOT), на Франкфуртской фондовой бирже БОСС (BOSS-CUBE). На электронных биржах все заявки непосредственно прямо попадают на биржу.

Пример сложного пути: инвестор звонит брокеру (в банк) в свое региональное отделение, брокер переправляет приказ в головной офис, оттуда он поступает в торговый зал биржи, а затем передается для непосредственного исполнения представителю брокерской фирмы в зале. В то же время каждое звено на этом пути может отличаться различной степенью автоматизации.

Между отдельными организаторами существуют большие различия с точки зрения объема распространяемой информации о ценах и котировках.

¹ В ряде изданий его называют просто аукционом – auction.

² См. также: Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. - М.: Планета 2000, 1999, стр. 210-213.

Какие данные могут предоставляться? Самая высокая и самая низкая цена; цена открытия и цена закрытия; лучшая котировка на покупку, и лучшая котировка на продажу; количество предлагаемых к покупке и продаже ценных бумаг; наименование участников торговли, которые дали эти котировки; количество запросов о котировках; наименование участников, дававших запросы. Далеко не все торговые системы способны распространять всю подобную информацию. Кроме того, различная информация может поступать разным участникам в разном объеме.

В России есть возможность изначально сориентироваться на компьютерные технологии при создании собственных торговых систем. В целом уже сейчас можно констатировать, что три торговые системы, на которых совершается львиная доля сделок с ценными бумагами (РТС, МВВБ и МФБ) представляют собой электронные биржи без торгового зала.

Что касается деривативных бирж, то здесь тоже налицо тенденция перехода на компьютерные торги. Европейские деривативные биржи решительно переходят на электронную торговлю. Немецкая срочная биржа (Eurex) изначально была чисто электронной. В 1997-1998 гг. французские деривативные биржи полностью перешли на компьютерные торги. Начиная с осени 1998 г. английская LIFFE начала постепенный переход на электронную систему CONNECT, с окончательным завершением перевода финансовых деривативных контрактов в компьютерную систему к маю 2000 г. (товарных деривативов – несколько позже). Американские биржи также постепенно дополняют голосовые торги электронными, однако их роль пока невелика. В 1998 г. на долю электронной торговли пришлось только 1% оборота СВОЕ, СМЕ, СВОТ.¹

Современные системы торговли на фондовых биржах обычно делят на:

систему ввода приказов (order-driven system);

систему ввода котировок (quote-driven system);

сочетание этих двух систем

¹ BIS Quarterly Review, March, 1999, p.28.

Среди крупных рынков система ввода котировок в чистом виде используется только в НАСДАК, на Лондонской фондовой бирже при торговле в системе SEAQ (и SEAQ International) и отчасти на Нью-Йоркской фондовой бирже при торговле через специалистов (см. ниже). На большинстве рынков используется система ввода приказов. Тем не менее, споры о том, какая система эффективнее, идут давно и не прекращаются до сих пор.

Эмпирические исследования свидетельствуют, что при небольших приказах издержки относительно выше в системах, основанных на вводе котировок, чем в системах, основанных на вводе приказов. В случае с крупными приказами, которые могут повлиять на цены, выводы не столь однозначны. В частности, это зависит от того, насколько быстро требуется исполнить заявку. Если инвестор ограничен во времени, система ввода котировок позволяет совершить сделку на более выгодных условиях. Соответственно сторонники системы ввода котировок заявляют о том, что более высокие издержки оправданы скоростью исполнения.

Тем не менее, как говорилось выше, практически на всех рынках используется система ввода приказов и в целом тенденция состоит в переходе именно на эту систему. Лондонская фондовая биржа, работавшая в течение примерно 12 лет в режиме ввода котировок (1986-1997) в конце концов для торговли наиболее ликвидными акциями ввела в строй электронную систему ввода приказов SETS.

Что из себя представляют торговые системы крупнейших фондовых бирж мира и какие изменения произошли на них за последние 20-30 лет?

США

В 1999 г. в США действовало 7 фондовых бирж или 8 с учетом НАСДАК (в 1931 г. их было 38), из которых две крупнейшие - Нью-Йоркская фондовая биржа и Американская фондовая биржа носят название основных (primary exchanges). Остальные пять: Бостонская фондовая биржа, Филадельфийская

фондовая биржа, Фондовая биржа Цинциннати, Чикагская фондовая биржа (до 1993 г. называлась Фондовой биржей Среднего Запада) и Тихоокеанская фондовая биржа (Лос-Анджелес - Сан-Франциско). На региональных биржах осуществляется торговля главным образом акциями, имеющими листинг на основных биржах. Доля последних в совокупном обороте американских фондовых бирж и системы НАСДАК не превышает 5%. На биржах имеют котировку и облигации, однако оборот по ним невелик: рынок облигаций главным образом внебиржевой.

Нью-Йоркская фондовая биржа

Являясь крупнейшим рынком мира и постоянно применяя самое прогрессивное оборудование, Нью-Йоркская фондовая биржа вместе с тем остается самой консервативной в отношении технологии заключения сделок, которые осуществляются традиционным образом “с голоса”.

Кроме того, здесь сохраняется жесткое деление членов биржи по видам разрешенных им операций: специалисты, комиссионные брокеры, брокеры торгового зала, зарегистрированные трейдеры (specialists, commission brokers, floor brokers, registered traders). В самом общем виде специалисты и зарегистрированные трейдеры могут выступать только как дилеры, т.е. продавать и покупать ценные бумаги за собственный счет и не имеют права принимать заявки от инвесторов, брокеры, наоборот, не имеют права совершать сделки за собственный счет и выполняют поручения (приказы) инвесторов.

НФБ - одна из немногих бирж мира, где сохраняется (1999 г.) индивидуальное членство (хотя оно во многом носит формальный характер, поскольку за конкретными физическими лицами стоят в основном компании по ценным бумагам). Членом биржи является физическое лицо, купившее место (seat) на бирже. Число мест остается неизменным с 50-х годов - 1366. (Компании по ценным бумагам, чьи сотрудники являются членами биржи, носят название “ассоциированных членов”).

Центральной фигурой на НФБ является специалист (всего их примерно 400), обязанный постоянно котировать акции, за которые он отвечает, и следить за нормальным ходом торгов по этим акциям.

Заявки объемом менее 2000 акций направляются на биржу по специальным каналам связи в рамках электронной системы подачи и исполнения заявок SuperDOT и выполняются компьютером под контролем специалиста практически мгновенно (время между подачей заявки клиентом и ее исполнением от 30 секунд до 1 минуты). Более крупные заявки торгуются в зале брокерами между собой или через специалиста традиционным путем.¹

НФБ стала первой биржей в мире, которая отменила принцип фиксированных комиссионных для своих членов (1975 г., см. также главу 6), остававшийся незыблемым с момента ее основания в 1792 г., тем самым резко увеличив свою конкурентоспособность. Другие отказались от фиксированных комиссионных лишь через 10-15 лет (см. ниже).

НАСДАК

В 1971 г. Национальная ассоциация фондовых дилеров НАСД (National Association of Securities Dealers) создала электронную систему ввода котировок НАСДАК (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) для торговли внебиржевыми акциями (акциями молодых эмитентов, не имевших возможности получить листинг на фондовых биржах). Это событие привело к автоматизации внебиржевой торговли в США. И по своей сути НАСДАК превратилась просто в электронную фондовую биржу.

Основными участниками НАСДАК являются маркет-мэйкеры - компании по ценным бумагам, берущие на себя обязательство постоянно котировать акции НАСДАК. Общее количество маркет-мэйкеров составляло в декабре 1997 г. 530.²

¹ См. о механизме торговли на НФБ: Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992; Бородулин В. Рынки ценных бумаг США. М.: Московская центральная фондовая биржа, 1992; Драчев С.И. Фондовые рынки: основные понятия, механизмы, терминология. М.: Анкил, 1991; Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. М.: Инфра-М, 1996, стр.87-94; Тьюлз Р.Д. и др. Фондовый рынок. Пер с англ. М.: ИНФРА-М, 1997; Энджел Л. и Бойд Б. Как покупать акции. Пер. с англ. М.: ПАИС, 1992.

² NASD 1997. Washington, 1998, p.2.

У каждой акции должно быть как минимум 2 маркет-мэйкера, а по наиболее ликвидным акциям - не менее 4.

Маркет-мэйкеры вводят свои котировки в компьютер, что позволяет мгновенно оценивать ситуацию по той или иной ценной бумаге и выбирать лучшую котировку. НАСДАК не является полностью автоматизированной системой. Ознакомившись с котировками, брокер, получив заявку клиента, все равно созванивается с маркет-мэйкером и заключает с ним сделку. Тем не менее в рамках НАСДАК с 1984 г. действует система SOES (Small Order Execution System), благодаря которой небольшие заявки (до 1000 акций) исполняются автоматически. Сведения об этих сделках также автоматически поступают в клиринговую палату - National Securities Clearing Corporation, обслуживающую также Нью-Йоркскую и Американскую фондовые биржи.

В 1982 г. в НАСДАК была введена система отчета в режиме реального времени по сделкам с акциями, входящими в Национальную рыночную систему (см. ниже). Затем введена в строй система, позволяющая маркет-мэйкерам совершать сделки между собой непосредственно через терминалы компьютеров, а не через телефон.

Еще в 1975 г. Конгресс США принял закон, предусматривавший создание в США единого рынка - Национальной рыночной системы НРС (National Market System). Претворение в жизнь целей НРС выразилось в создании трех систем, объединяющих все фондовые биржи США и НАСДАК: Consolidated Quotation System (CQS), The Consolidated Tape Association (CTA), Intermarket Trading System (ITS). Первая (CQS) - общенациональная Система распространения информации о сделках и котировках. Дело в том, что, поскольку одними и теми же бумагами могут торговать на нескольких рынках, возникает возможность возникновения разницы в ценах, которая, благодаря CQS, в итоге сводится к минимуму, поскольку при наличии информации о котировках на всех рынках заявка пойдет туда, где условия наилучшие. CTA призвана информировать о всех

сделках, совершенных с листинговыми акциями на всех рынках. ITS предоставляет возможность совершения сделок между различными рынками.

В 1998 г. произошло слияние НАСДАК с Американской фондовой биржей (точнее поглощение или покупка Национальной ассоциацией фондовых дилеров этой биржи). Однако при этом торговая система АФБ осталась без изменений. Чисто технологически оба рынка по-прежнему существуют отдельно: НАСДАК как электронная биржа, АФБ как голосовой аукцион.

Япония

Крупнейшим рынком в Японии является Токийская фондовая биржа, на которую приходится примерно 80% оборота по акциям. Крупной биржей является также Осакая фондовая биржа. На остальные 6 фондовых бирж приходится несколько процентов всего оборота.

Есть внебиржевая система торговли акциями молодых эмитентов JASDAQ, смоделированная с НАСДАК. Но объемы торговли в ней минимальны. Рынок акций практически на 100% биржевой, что, в частности, связано с запретом (отмененным лишь в декабре 1998 г.) на торговлю листинговыми акциями на внебиржевом рынке. Рынок облигаций преимущественно внебиржевой.

Членами ТФБ выступают только компании по ценным бумагам. Из 124 членов ТФБ (по состоянию на начало 2000 г.) 123 - брокерско-дилерские фирмы (из них 23 – дочерние компании иностранных финансовых учреждений), имеющие право совершать сделки как за собственный счет, так и по поручению клиентов (регулярные члены), и 1 - т. наз. сайтори-член, в функции которого входит прием и исполнение приказов от регулярных членов. Они лишены права совершать сделки за собственный счет (за редкими исключениями).

В течение достаточно длительного времени вплоть до апреля 1999 г. основным методом торговли 150 наиболее важными акциями являлся открытый двойной аукцион: торговля "с голоса" в биржевой толпе. В Японии этот метод носил название "зараба". Курс открытия устанавливался залповым

методом сайтори на основании накопленных заранее заявок на покупку и продажу - метод "итайозе" (как на немецких биржах).

Заявки поступали на биржу из контор фирм-членов по телефону или на терминалы компьютеров и затем передавались сотрудникам фирм, работающим в торговом зале. С 1990 г. на ТФБ действует система автоматической передачи мелких заявок (до 3000 акций) сайтори, которые и исполняют их. Еще раньше для акций 2-й секции (1/3 всех акций) была внедрена система CORES (Computer assisted order routing and execution system), позволяющая совершать сделки в автоматизированном режиме, вводя заявки через терминальные устройства. Система была позаимствована у Торонтской фондовой биржи, где она носит название CATS. Аналогичная была приобретена Парижской фондовой биржей (CAC).

В апреле 1999 г. ТФБ отказалась от голосовых торгов, полностью перейдя на компьютерную систему - CORES, а также FORES (Floor Order Routing and Execution System). Для торговли фьючерсами и опционами используется электронная система CORES-FOP.

ТФБ в 90-е годы оставалась одной из немногих ведущих фондовых бирж мира, на которой сохранялись фиксированные комиссионные. Лишь с середины 90-х годов происходит постепенный отход от фиксированных комиссионных, который полностью завершился лишь в октябре 1999 г.

Вплоть до 1986 г. здесь существовал неформальный запрет на участие иностранных членов. Активизация деятельности японских компаний на зарубежных рынках капитала заставила ТФБ открыть двери для иностранцев.

В Австралии в 1987 г. произошло объединение всех фондовых бирж, существовавших еще с прошлого века в каждом штате (ранее в колониях), в одну организацию под названием Австралийская фондовая биржа и осуществлен переход на компьютерную систему торговли (SEATS). В 1998 г. биржа одной из первых в мире превратилась в публичную компанию с листингом своих акций на самой же бирже.

Страны ЕС

В Европе серьезные изменения на фондовых биржах начались в 1986 г. с Великобритании. В 1986 г. на Лондонской фондовой бирже (ЛФБ) была проведена реформа, получившая название “Большая встряска” (Big Bang). Она включала отмену деления членов биржи на брокеров и дилеров (называвшихся на ЛФБ джобберами jobbers), допуск на биржу банков и других финансовых учреждений, допуск иностранцев на биржу, отмену фиксированных комиссионных и переход на компьютерную систему торговли SEAQ, основой которой стала американская НАСДАК.¹ Следствием этих изменений явилось резкое усиление конкурентных позиций ЛФБ в Европе и в мире. В результате ЛФБ перетянула к себе значительную часть торговли акциями континентальных эмитентов.

В октябре 1997 г. на ЛФБ вступила в строй новая автоматизированная торговая система SETS, основанная на принципе ввода приказов (в отличие от SEAQ). Специалисты окрестили это событие второй Большой встряской. В рамках новой системы осуществляется торговля только акциями крупнейших национальных эмитентов (сначала 100, а по состоянию на начало 2000 г. - 170), , т.е. на ЛФБ используются одновременно и система ввода котировок (SEAQ при торговле акциями национальных эмитентов и SEAQ International при торговле акциями иностранных эмитентов), и система ввода приказов (SETS).

В мае 2000 г. произошло сенсационное слияние ЛФБ с Немецкой биржей с образованием англо-германской биржи iX. При этом торговой платформой новой биржи должна стать немецкая компьютерная система Xetra (см. ниже).

Успехи Лондона заставили провести реорганизацию и континентальные биржи. Первой на английский вызов откликнулась Парижская фондовая биржа. В 1986 г. здесь была введена в строй компьютерная торговая система САС

¹ Компьютерная система была введена в целях разгрузить торговый зал ЛФБ. Еще в марте 1986 г., когда у членов биржи спрашивали, как, по их мнению, компьютерная система отразится на торговле в зале, 65% отвечали: никак. Через 4 месяца торги в зале полностью прекратились (за исключением торгов опционами на акции (сейчас ими торгуют на LIFFE)).

(Cotation Assistée en Continu), основанная на вводе приказов, позаимствованная у Торонтской фондовой биржи (где она называлась CATS). В 1991 г. в ней стали торговать акциями, имевшими листинг на региональных французских биржах; тем самым возник единый общенациональный рынок.

В 1987 г. во Франции была проведена реформа фондового рынка, отменившая запрет на членство компаний на фондовой бирже. Мелкие фирмы агентов по обмену (agents de change) уступили место специализированным компаниям (société de bourse), в капитале которых преобладающее участие имеют национальные и иностранные финансовые учреждения. Символично, что реформа фондового рынка Франции совпала с Днем взятия Бастилии - 14 июля 1987 г.

В 1989 г. ПФБ отменила фиксированные комиссионные.

В 1995 г. появилась новая система СУПЕРКАК, позволяющая вводить новые типы приказов.¹ Новая система также несколько иначе исполняет заявки при открытии рынка в 10-00. Раньше они исполнялись по единой цене вне зависимости от времени подачи, в новой системе действует также принцип “первый при подаче - первый при исполнении”. В 1999 г. после очередной модернизации система стала называться NSC (Nouveau Système de Cotation).

В июне 1999 г. произошло формальное объединение ПФБ с двумя деривативными биржами MATIF SA, MONEP SA, а также так называемым Новым рынком (Société du Nouveau Marché). Новая организация получила название ParisBourse^{SBF} SA. Впрочем, все входящие в группу члены сохранили собственную систему регулирования и структуру членов.¹

В марте 2000 г. произошло объединение Парижской биржи с Амстердамской и Брюссельской с образованием межнациональной биржи EURONEXT, основанной на французской торговой платформе NSC.

¹ Любопытно, что после этого ПФБ продала обратно систему СУПЕРКАК Торонтской фондовой бирже. Она же установлена на Брюссельской фондовой бирже.

В Германии реформы несколько задержались, и пришлось на 90-е годы. Тем не менее, масштабы изменений настолько значительны, что в результате позиции Франкфурта как мирового финансового центра заметно упрочились.

В Германии сохраняется традиционная торговля в зале “с голоса” через курсовых маклеров на 8 биржах (при доминировании Франкфурта). При этом с 1991 г. действует и электронная система (сначала IBIS, а с ноября 1997 г. XETRA). Вплоть до осени 1998 г. через электронную систему осуществлялась торговля только несколькими десятками наиболее ликвидных акций. В октябре 1998 г. после очередной модернизации электронной системы (Xetra Release 3) появилась возможность торговать с помощью электронной системы всеми акциями. В настоящее время (конец 1999 г. - начало 2000 г.) одними и теми же акциями можно торговать и в торговом зале (как говорят в Германии, “на паркете”) через курсового маклера, и в системе Xetra. Одновременно часы работы торгового зала во Франкфурте были продлены до 17-00 (ранее до 13-30).

Результатом стал уход из торгового зала Франкфуртской фондовой биржи значительной части представителей банков, которые предпочитают работать через Xetra. По всей видимости, в ближайшие годы электронная торговля полностью вытеснит систему “голосовых торгов” через курсовых маклеров в торговом зале.

В начале 90-х годов была проведена важная реорганизация Франкфуртской фондовой биржи. Было создано акционерное общество Немецкая биржа (Deutsche Börse AG), членами которого выступают банки (81% капитала), региональные биржи (10%) и курсовые и свободные маклеры (9%). Немецкая биржа предоставляет ресурсы для работы Франкфуртской фондовой бирже (FWB) и срочной бирже Eurex (как отмечалось выше, по немецкому законодательству (Закону о биржах 1896 г.) биржи формально не могут быть коммерческими организациями; они являются учреждениями публичного права). Акционерному обществу принадлежит также депозитарно-клиринговая

¹ FIBV Newsletter. June 1999.

организация Clearstream Banking AG (до 2000 г. Deutsche Börse Clearing, Deutscher Kassenverein), и информационно-технический центр Deutsche Börse Systems обслуживающий все германские биржи. Иными словами, Немецкая биржа представляет собой группу, состоящую из кассовой и срочной биржи и всех необходимых инфраструктурных организаций.

А в мае 2000 г., как отмечалось выше, Немецкая биржа слилась с Лондонской фондовой биржей, образовав крупнейшую биржу мира iX (уступая Нью-Йоркской фондовой бирже по торговле акциями, новая биржа превосходит последнюю по суммарному обороту (акции, облигации, деривативы)).

Аналогичные изменения произошли в 90-е годы в Бельгии, Испании и Италии (отмена фиксированных комиссионных, внедрение компьютерной системы торговли по образцу французской, преобразование биржевых посредников в компании). В Италии произошло объединение всех существовавших прежде фондовых бирж в одну - Итальянскую биржу.

В Швейцарии: отмена фиксированных комиссионных, закрытие четырех провинциальных бирж, а затем объединение в 1996 г. оставшихся трех в Цюрихе, Базеле и Женеве в одну - Швейцарскую биржу - полностью компьютеризированную. Надзор над рынками перешел от кантональных властей к Федеральной банковской комиссии.

Амстердамская биржа внедрила компьютерную систему торговли, минимальные комиссионные отменены, рынок поделен на розничный и оптовый.

На общеевропейском уровне еще с конца 80-х годов предпринимались попытки создания единой системы, связав все биржи воедино (например, проекты PIPE, Euroquote), но дальше планов дело не пошло. Попытки создать общеевропейскую фондовую биржу провалились. Однако если на общеевропейском уровне проекты создания единой биржи окончились неудачей, весьма впечатляющие успехи достигнуты в конце 90-х годов на уровне отдельных бирж, т.е. там, где не срабатывает региональная интеграция, работает корпоративная (см. ниже).

Успех имел лишь проект “Евролист”, согласно которому получение листинга на одной бирже автоматически позволяет получить листинг на другой бирже без новой платы за листинг.¹

В июне 1992 г. министры финансов ЕС достигли решения по Директиве об инвестиционных услугах. 1 января 1996 г. она вступила в силу. Согласно этой директиве компания по ценным бумагам (или банк), учрежденная в одной из стран ЕС, имеет право торговать в любой стране ЕС на ее фондовых биржах, не учреждая местного отделения и не покупая местного брокера. Кроме того, все фондовые и деривативные биржи имеют право предоставлять свои услуги в любой стране ЕС. (Для некоторых стран был установлен переходный период введения в действие этой директивы, срок которого в некоторых странах оканчивался в конце 1999 г., см. также главу 6).

Еще одно направление изменений - создание рынка для акций молодых мелких и средних компаний. В 1995 г. в Великобритании на ЛФБ появился новый сегмент рынка Alternative Investment Market (AIM). В 1996 г. ПФБ открыла т. наз. “Новый рынок” (Nouveau Marché). К торговле допускались компании с активами более 20 млн. франков и эмиссией на сумму 5-10 млн. Такая же инициатива была предпринята в Германии, где в 1997 г. создан Neuer Markt, то же самое в том же году в Брюсселе (EURO.NM Belgium) и Амстердаме (Nmax), в июле 1999 г. в Италии (Nuovo Mercato). Бельгия, Франция и Германия предприняли попытку объединить свои рынки для молодых компаний путем гармонизации правил допуска к торговле, запустив программу EURO.NM. К этой программе позже присоединилась Голландия, Швеция, Дания, Швейцария и Италия. В ноябре 1998 г. Euro.NM включала 165 компаний с капитализацией 33 млрд.долл., в июле 1999 г. - 207 компаний с капитализацией более 50 млрд. долл. О динамике новых рынков можно судить по количеству эмитентов Neuer Markt в Германии: при создании рынка в 1997 г. их было всего два, а в конце 1999 г. -

¹ Проект Eurolist начат 9 октября 1995 г. Упрощенная процедура получения листинга на биржах ЕС для крупных компаний. Требования к эмитентам: капитализация не ниже 1 млрд.ЭКЮ и оборот не ниже 250 млн. экю за год.

более 150.¹ На ЛФБ в момент создания в AIM насчитывалось 92 предприятия, в июле 1999 г. - 325.

В Брюсселе в ноябре 1996 г. создана электронная торговая система EASDAQ (наподобие NASDAQ), которая должна заниматься торговлей акциями небольших европейских компаний в наукоемких отраслях экономики. В EASDAQ в ноябре 1998 г. насчитывалось 38 листинговых компаний с капитализацией 14 млрд. долл., в июле 1999 г. - 42 предприятия с капитализацией 19 млрд. долл.

В конце 90-х годов наряду с усилением конкуренции между фондовыми биржами, а во многом благодаря ей, происходят интеграционные, объединительные процессы, которые затронули в первую очередь деривативные рынки. В июне 1998 г. возникло объединение ряда фьючерсных рынков европейских стран под названием Euro-GLOBEX. Сначала в него вошли 2 французские и испанская срочные биржи: MATIF, MONEP и MEFF, в конце 1998 г. к ним присоединилась итальянская срочная биржа MIF.

Еще ранее произошло объединение германской DTB и швейцарской SOFFEX под названием EUREX (EUREX Deutschland, EUREX Switzerland), которая в 1998 г. превратилась в крупнейшую срочную биржу Европы, опередив английскую LIFFE, а в 1999 г., как отмечалось выше, по количеству выписанных контрактов заняла первое место в мире. В октябре 1998 г. к ней подключилась финская биржа HEX. Таким образом вся срочная торговля в Европе оказывается сосредоточена в рамках 4 групп: LIFFE, EUREX, Euro-GLOBEX и Nordic Stock Exchange (датско-шведская группа).

Венская фондовая биржа с ноября 1999 г. использует торговую систему Немецкой биржи XETRA, при этом оставаясь независимым учреждением и сохраняя независимую систему клиринга и расчетов. Аналогичная ситуация в Бельгии, Лиссабоне и Варшаве, где используется французская торговая система. В Вене с 1998 Немецкая биржа совместно с Венской биржей реализует проект

¹ Данные Общества содействию развитию рынков капитала и фондовых бирж в Центральной и Восточной Европе.

создания фондовой биржи для стран Центральной и Восточной Европы NEWEX (планируемое начало работы - 2000 г.). Используемая торговая система - также XETRA.

Лондонская фондовая биржа и Немецкая биржа с июля 1998 г. начали пытаться создать совместную торговую платформу для торговли акциями ведущих эмитентов (blue chips) на базе SETS и XETRA. В конце концов долгие переговоры закончились объявлением 3 мая 2000 о слиянии двух бирж в одну iX с переходом на немецкую платформу Xetra. Новая биржа, в которой английской и немецкой стороне принадлежит по 50% капитала, включает и немецкую деривативную биржу Eurex, которая теперь тоже входит в группу iX. Англо-германское детище претендует на звание крупнейшей биржи мира, поскольку, уступая Нью-Йоркской фондовой бирже по капитализации и обороту по акциям, она превосходит ее по обороту долговых инструментов и деривативов.

Объединение английской и немецкой бирж последовало за объявлением 20 марта 2000 г. об объединении Парижской биржи, Амстердамской биржи и Брюссельской биржи в новую биржу EURONEXT на базе французской торговой платформы NSC. В данном случае, поскольку «вес» участников значительно отличался, 60% акций нового учреждения получила французская сторона.¹

4 мая 1999 г. руководители 8 ведущих европейских фондовых бирж (Амстердамская, Брюссельская, Итальянская, Лондонская, Мадридская, Парижская, Швейцарская и Франкфуртская) подписали меморандум о взаимопонимании о создании единого регионального рынка для торговли ценными бумагами. Меморандум представляет собой формальное подтверждение их готовности работать совместно по гармонизации рынков и создания пан-европейского рынка для акций ведущих эмитентов (голубых фишек), а также долгосрочной цели - создания единой торговой платформы с унифицированными правилами торговли и регулирования.

¹ Процесс объединения и в первом, и во втором случае должен занять не меньше 6 месяцев, поэтому окончательные формы новые биржи приобретут к концу 2000 г.

В августе 1999 г. CME и LIFFE объявили о намерении объединить свои электронные торговые системы в течение 2000 г., вслед за ними о том же заявили CBOТ и Eurex.

Таким образом, если создание единого европейского рынка акций и облигаций - дело будущего, то создание региональных систем - уже налицо. Вполне вероятно, что в ближайшие годы мы будем наблюдать дальнейший процесс перехода всех европейских бирж на торговые системы ведущих европейских биржевых центров.

Усиление конкуренции на фондовых рынках заставляет биржи объединять кассовые и срочные рынки в рамках одной организации.

Немецкая опционно-фьючерсная биржа DTB (сейчас EUREX) изначально была создана в рамках единой группы “Немецкая биржа”.

В Амстердаме произошло объединение Амстердамской биржи и Европейской опционной биржи в одну организацию - Амстердамские биржи (Amsterdam Exchanges). Об объединении французских бирж говорилось выше. Новые межнациональные биржи (EURONEXT, iX) также включают в себя рынки базовых бумаг и деривативов.

Планируется объединение Австралийской фондовой биржи и Сиднейской фьючерсной биржи, в декабре 1999 г. произошло слияние Сингапурской фондовой биржи и Сингапурской международной валютной биржи (фьючерсно-опционной) с образованием Сингапурской биржи.

4.4 Перспективы развития фондовых бирж в свете появления новых организаторов торговли и Интернет.

В 90-е годы для фондовых бирж появилось новое направление конкурентной борьбы. Наряду с конкуренцией между собой фондовые биржи вынуждены конкурировать и с новыми организаторами торговли - так называемыми альтернативными торговыми системами (АТС).

Под альтернативными торговыми системами (АТС) понимают электронные системы торговли, созданные не саморегулируемыми

организациями профессиональных участников рынка, а отдельными предприятиями (обычно брокерами/дилерами). К их числу относят прежде всего так называемые частные торговые системы - proprietary trading systems (PTS). Предоставляемые ими услуги изначально распространялись только на брокеров/дилеров и институциональных инвесторов, однако с развитием Интернет в сферу их деятельности попадают и широкие слои населения.

В 1997 г. в США действовало примерно 100 таких систем, правда, за пределами США они не получили большого развития. Лишь самая известная и крупная система Instinet, принадлежащая Рейтеру (работающая в режиме аукциона), имеет терминалы не только в США, но и в Германии, Англии, Франции и Швейцарии.

Появлению АТС способствовали технологические изменения - развитие вычислительной техники и средств связи, которые снизили затраты по созданию торговой инфраструктуры, а также потребности крупных институциональных инвесторов. Последним зачастую требуется не немедленное исполнение, которое обеспечивают биржи, а, прежде всего, минимальный размер комиссионных.

Почему услуги частных систем обходятся дешевле? Это связано, в частности, с тем, что на них не распространяются требования регулирования, которые предъявляются к биржам. Кроме того, очень часто они используют в своих интересах функцию определения цены, свойственную фондовой бирже как центральному, основному рынку, беря оттуда складывающиеся там цены (при этом, естественно, экономя на затратах, связанных с функционированием биржи).¹ Кроме того, они не несут никаких затрат, связанных с контролем за эмитентами и профессиональными участниками.

Прогресс в области компьютерных технологий, а также изменения в системах регулирования открывают путь для создания новых бирж. Например, в сентябре 1996 г. в Лондоне появилась полностью компьютеризированная система Трэйдпойнт (Tradepoint), получившая статус биржи. На ней торгуют

¹ В английском это явление называется free riding, буквально бесплатная езда.

акциями, имеющими листинг на ЛФБ (кстати, сама Трэйдпойнт имеет листинг на ЛФБ). Система позволяет совершать между собой сделки обезличенно (анонимно) как инвесторам, так брокерам-дилерам. Несмотря на более низкие издержки, этой системе не удается привлечь к себе большое число участников и ее доля в обороте составляет пока доли процента от оборота ЛФБ. Существует такое понятие, как экономия на масштабах. Если есть крупный ликвидный рынок, заявка пойдет именно туда, а не на маленький: “ликвидность привлекает ликвидность”. Тем не менее, сам факт создания новой биржи на одном из старейших фондовых рынков, при общей тенденции сокращения общего количества бирж, весьма примечателен.

Появление альтернативных торговых систем в США приходится на конец 80-х - начало 90-х годов. Повторим, что за пределами США они не получили заметного развития. Во второй половине 90-х наблюдается тенденция включения этих систем в традиционные торговые системы, в первую очередь в НАСДАК. Инструментом служит Интернет.

В первой половине 1999 г. вступила в строй первая электронная система торговли облигациями европейских первоклассных эмитентов - EuroMTS, Швейцарская биржа запустила электронную систему для операций “репо” с государственными облигациями европейских эмитентов, а Cantor Fitzgerald - американская брокерско-дилерская фирма, специализирующаяся на торговле долговыми обязательствами правительства США - ввела в строй первую в мире глобальную систему для торговли международными облигациями (international bonds), имеющими высокий рейтинг.¹

Торговля ценными бумагами и Интернет

Интернет - неформальная мировая компьютерная сеть, объединяющая миллионы пользователей. Интернет предоставляет несколько способов связи: через т.наз. всемирную паутину (world wide web - www), электронные доски объявлений (electronic bulletin boards), электронную почту (e-mail), personal

¹ BIS Quarterly Review. August 1999, p.25-26

broadcast networks. Общая черта этих способов - практически мгновенная передача информации. Для этого необходимо лишь иметь компьютер с модемом и счет у провайдера услуг Интернет. По состоянию на начало 1999 г. пользователями Интернет являлись примерно 147 млн. человек, из которых 77 млн. - в США. По оценкам, к концу 2000 г. пользователями Интернет станут 300 млн. человек, а к концу 2005 - 720 млн. В начале 1999 г., по некоторым оценкам, 21% американских семей имели доступ в Интернет.¹

Интернет представляет собой открытую систему, не имеющую какого-то центра, из которого она может контролироваться. В этом ее отличие от частных или коммерческих сетей, которые являются закрытыми и принадлежат организациям, создавшим эти сети. Порой эти сети также могут быть очень большими. Примером служит сеть America-on-Line, пользователями которой являются миллионы человек.

Наиболее распространенный механизм распространения информации через Интернет - это "всемирная сеть" - web. Сеть - это множество сайтов (веб-страниц), представляющих информацию, размещенную на отдельном компьютере. Веб-страницы могут содержать текстовые, графические и аудио данные, которые можно всегда обновить и исправить. Размещение информации на веб-странице обычно делает ее доступной любому человеку. И хотя доступ к веб-страницам может быть ограничен при помощи пароля и идентификации, большинство веб-сайтов открыты для пользователей.

Веб-сайты очень широко используются в индустрии ценных бумаг для распространения информации. Интернет открывает для инвесторов практически неограниченный доступ к информационным ресурсам. Кроме того, мелкие инвесторы все шире используют Интернет для открытия счетов в брокерско-дилерских фирмах и подаче приказов на совершение операций с ценными бумагами.

¹ PR Newswire, Feb. 10, 1999 (reporting statistics by the Computer Industry Almanac, Inc.).

Имея доступ через Интернет к сайтам регулятивных органов, инвесторы получают информацию об эмитентах, знакомятся с дисциплинарной историей финансовых посредников, передают жалобы относительно действий эмитентов и посредников.

Многие эмитенты начали использовать Интернет для прямой связи со своими акционерами. Распространение корпоративной информации - одно из наиболее популярных направлений использования сайтов эмитентов. Подобный способ распространения информации значительно быстрее, дешевле и надежнее, чем традиционные. Причем мелкие инвесторы получают по сути такой же объем информации, как и крупные.

Эмитенты широко используют Интернет при публичной (открытой) подписке на свои ценные бумаги. Например, Интернет используется для проведения электронных рекламных кампаний, так называемых “roadshows”. “Родшоу” - классический маркетинговый прием, однако возможности привлечения большого числа потенциальных инвесторов чисто физически ограничены. Интернет устраняет это препятствие.

В тех случаях, когда это позволяет законодательство, эмитенты напрямую предлагают свои ценные бумаги инвесторам, не прибегая к услугам посредников.

Некоторые эмитенты используют Интернет для проведения собраний акционеров, когда с помощью сети последние имеют возможность в режиме реального времени следить за ходом собрания, задавать свои вопросы и участвовать в голосовании.

Брокеры/дилеры имеют возможность доводить информацию до большого числа потенциальных инвесторов, не прибегая к помощи традиционных средств, типа газет и почты. Таким образом, использование Интернет посредниками позволяет значительно сократить их издержки, что, в свою очередь, благоприятно отражается на величине комиссионных.

Компании по ценным бумагам все шире предоставляют возможность своим клиентам передавать приказы на покупку/продажу ценных бумаг через Интернет. При этом заявка исполняется либо самой компанией с помощью собственной торговой системы - (Альтернативной торговой системы - АТС) или передается на биржу при помощи специальной электронной системы подачи заявок уже от своего имени. До середины 1998 г. прямой подачи заявок на биржу инвесторами не практиковалось, однако уже с конца 1998 г. на некоторых биржах проводятся первые эксперименты в этом направлении. Но все же основной способ подачи приказа через Интернет – пока электронная почта.

Компании по ценным бумагам предоставляют возможность клиентам открывать у них электронные счета. Но при этом, как правило, для открытия счета требуется и личная подпись клиента. Т.е. Интернет используется в данном случае для информирования клиента, установления с ним связи, но заключение договора об обслуживании производится традиционным путем.

Организаторы торговли (фондовые биржи) в настоящее время используют Интернет в основном для предоставления информации о себе, предоставляемых услугах, о правилах и членах. Некоторые дают торговую информацию о ценах и котировках в режиме реального времени. Отдельные биржи предоставляют информацию об эмитентах. Использованию Интернет для прямой подачи приказов на биржу препятствует то, что биржа является системой закрытой, на которой работают ее члены. Тем не менее, работа в данном направлении, как отмечалось выше, ведется.¹

Торговля через Интернет ценными бумагами началась в США фактически в 1995 г., когда появились первые электронные брокеры (on-line brokers). К началу 1999 г. примерно 14% **всех** приказов в США поступало через Интернет через одного из 100 брокеров. Более 30% объема торговли акциями НФБ и НАСДАК в 1999 г. приходилось на сделки через Интернет. Количество он-лайн счетов, составлявшее 3,7 млн. в 1997 г. во втором квартале 1999 г.

¹ См. также доклад ИОСКО, по использованию Интернет в индустрии ценных бумаг (http://www.iosco.org/docs-public/1998-internet_security-document01.html).

выросло до 9,7 млн. и до 16 млн. в конце 1999 г. По одной из оценок, количество он-лайн-сделок выросло со 100 тыс. в день во втором квартале 1996 г. до 500 тыс. во втором квартале 1999 г.

По некоторым оценкам, в Великобритании количество сделок с акциями, совершаемых через Интернет, удваивается каждые три месяца. Если весной 1999 г. через Интернет совершалось лишь 1% всех сделок с акциями, то к началу 2000 г. эта цифра по оценкам, должна была возрасти до 15%.¹

Внедрению Интернет в торговлю ценными бумагами способствовало снижение комиссионных. По данным Бизнес Уик² приобретение 200 акций в США через Интернет обходилось в начале 1999 г. в 8-29 долл., в то время как такая же сделка через классического брокера-дилера обошлась бы в 116 долл. (правда, в последнем случае клиент имел возможность получить и советы относительно своей сделки).³

4.5 Изменения в системах урегулирования расчетов

В настоящей работе не рассматриваются вопросы организации расчетов по ценным бумагам.⁴ В силу своей специфичности и технологичности они выходят за рамки нашего исследования. Тем не менее, о некоторых аспектах проблемы урегулирования расчетов (в англоязычной литературе используется термин settlement) не сказать нельзя.

На мировых рынках использовались и используются две системы урегулирования или исполнения:¹ “каждодневное исполнение” (rolling settlement) и урегулирование в расчетный день или в расчетный период (account period).

При урегулировании в течение расчетного периода все сделки, совершенные в течение, скажем двух недель или месяца, должны быть улажены

¹ FIBV Newsletter. June 1999.

² Business Week, Feb. 22, 1999, p. 113.

³ Подробнее об альтернативных торговых системах (иногда используется также понятие ECN – Electronic Communication Network), а также о торговле ценными бумагами через Интернет, включая чисто практические вопросы открытия счета и перевода денег, см. материалы, помещаемые на сайте российской консалтинговой фирмы Интернет Трейдинг (www.internettrading.ru), в частности Е.Соломатиним, И.Закаряном и др. (см. библиографию).

⁴ На эту тему см. Ценные бумаги в России и работа с ними. Под ред. Козлова А.А. М.: Авиаздат, 1994, стр.33-57; тот же текст: Рынок ценных бумаг: шаг России в информационное общество. Под ред. Клещева Н.Т. М.: Экономика, 1997, стр.302-329.

в определенный момент времени - особый “расчетный день”. Такой способ урегулирования сохранился во Франции (не основной, по желанию участников) и до начала 90-х существовал на Лондонской фондовой бирже. Его используют на ряде бирж развивающихся стран, например Индии.

Система “каждодневного исполнения” предполагает, что все этапы обработки сделки по ценной бумаге должны быть завершены через установленный промежуток времени с момента заключения сделки. Сделка обозначается буквой T (от английского trade). Соответственно, завершение всех этапов (заключение, сверка, клиринг, исполнение) в течение суток после ее заключения будет обозначаться как T+1, в течение 2 дней - T+2 и т.п.

На большинстве рынков в настоящее время действует система каждодневного урегулирования, но при этом срок урегулирования различается от рынка к рынку и по видам ценных бумаг. Очевидно, что чем больше срок между датой заключения сделки и датой ее исполнения, тем большему риску подвергаются ее участники, тем больше риск ее неисполнения (settlement risk). В известном докладе Группы 30 (группы неправительственных экспертов по вопросам развития финансового рынка), опубликованном в конце 80-х годов² ставилась цель перехода всех развитых рынков к стандарту T+3 к 1992 г. Что касается торговли акциями, то США смогли выполнить эту рекомендацию лишь к лету 1995 г., а в Великобритании и в 1999 г. сохранялся стандарт T+5 (до начала 90-х годов использовался двухнедельный расчетный период). В Италии до февраля 1996 г. существовал месячный цикл. Сейчас T+5.

Тем не менее, на большинстве развитых и формирующихся рынков в настоящее время при торговле акциями действует стандарт, рекомендуемый Группой 30. На немногих биржах смогли перейти на стандарт T+2 (Германия, Тайвань). По государственным облигациям практически повсеместно действует

¹ Б.И.Алехин предлагает перевод: улаживание.

² Тест доклада на русском языке см. Рынок ценных бумаг: шаг России в информационное общество. Под ред. Клещева Н.Т. М.: Экономика, 1997, глава 1.

схема T+1. Конечная цель - переход на режим улаживания по схеме T+0. Но эта задача будет реализована уже в следующем десятилетии.

Сокращению сроков улаживания способствует наличие единого центрального депозитария.¹ Одной из рекомендаций Группы 30 было также создание единого депозитария. На всех развитых рынках такой депозитарий существует (Франция - SICOVAM, Германия – Clearstream (ранее Deutsche Börse Clearing, а до 1997 г. Deutscher Kassenverein), Италия - Monte Titoli, Англии - Crest, см. приложение 19). В США при наличии нескольких депозитариев, самый крупный фактически является общенациональным - Depository Trust Company).

Еще одна рекомендация Группы 30 касалась дематериализации или обездвиживания ценных бумаг. Полной дематериализации достигли Франция, Бельгия, Дания. В Польше изначально все ценные бумаги, которыми торгуют на бирже, были бездокументарными.

В США, Англии, Германии и других крупных странах государственные облигации выпускаются в электронной, т.е. дематериализованной форме, акции в основном обездвижены в центральных депозитариях.

В мае 1999 г. ведущая депозитарно-клиринговая организация на международном финансовом рынке Евроклир (см. главу 5) объявила о планах создания общеевропейской расчетно-клиринговой системы, которая предусматривает, что Евроклир будет выступать в роли центральной организации для национальных депозитариев.

Вскоре после этого вторая ведущая международная депозитарно-клиринговая организация - Седел и Немецкая биржа заявили об объединении своих расчетно-клиринговых подразделений. В результате их слияния в начале 2000 г. возникла крупнейшая в Европе организация подобного рода под названием Clearstream.² Поступило предложение о присоединении к новой системе и другим европейским организациям.

¹ О депозитарной деятельности см. работы Алексева М.Ю. и Петрова В.С. (библиография).

² Фактически речь идет о дружественном поглощении (friendly takeover) Седел Немецкой биржей.

Успешное создание таких организаций даст целый ряд преимуществ участникам рынка в Европе, увеличив его прозрачность и ликвидность. Для сравнения: в США действуют три расчетно-клиринговые организации, в то время как в Европе - 30.

Во многих странах с формирующимися рынками все ценные бумаги выпускаются в бездокументарной форме при наличии централизованного депозитария. В странах Восточной Европы этому немало поспособствовала Франция. Эксперты Парижской фондовой биржи принимали непосредственное участие в создании фондовых рынков в Польше и Чехии. При этом необходимо отметить и ту положительную роль, сыгранную государственными органами в этих странах, благодаря разумной политике которых в той же Польше был создан эффективный и прозрачный централизованный рынок - Варшавская фондовая биржа.

Российские идеологи приватизации, проводя широкомасштабную кампанию по акционированию и приватизации государственных предприятий, не учли вопросы создания необходимой инфраструктуры. Создание централизованного рынка (фондовой биржи) и депозитария в период массовой приватизации просто не предусматривалось. Одним из результатов этого стала огромная разница в цене акций одних и тех же приватизированных предприятий на чековых аукционах, проводившихся в различных регионах России, доходившая порой до десятикратной величины. Так за один ваучер на чековом аукционе в Москве можно было получить 60 акций Газпрома, а на Дальнем Востоке - 600. Поспешность, с которой проводилась приватизация в России, и явилась одной из причин многочисленных злоупотреблений, обмана населения и отсутствии положительных результатов в достижении главной стратегической цели приватизации - появлении эффективного собственника и как результат - повышении эффективности общественного производства.

В настоящее время органы государственного регулирования ставят перед собой задачу создания централизованного депозитария, но, как это часто бывает,

перестроить уже сложившуюся систему порой бывает сложнее, чем создать новую. Определенная работа в этом направлении проводится. Правительство Российской Федерации в 1998 году предприняло ряд шагов по формированию единой национальной депозитарной системы и созданию Центрального депозитария. Постановлением Правительства Российской Федерации от 10 июля 1998 года № 741 “О мерах по созданию национальной депозитарной системы”, принятым во исполнение Указа Президента Российской Федерации от 16 сентября 1997 года № 1034 “Об обеспечении прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации”, утверждены устав Центрального депозитария и форма договора о взаимодействии в составе национальной депозитарной системы.

Концепция создания централизованного депозитария, предложенная ФКЦБ, вызвала резко негативную реакцию со стороны Банка России, специалисты которого также занимались разработкой этой проблемы, что в очередной раз обострило непростые отношения двух ведомств. И в 1999 г. задача создания централизованного депозитария в России не была решена.