
Под редакцией

Биржевое дело

В.А.Галанова, А.И.Басова

Рекомендовано
Министерством общего и профессионального образования
Российской Федерации в качестве учебника
для студентов высших учебных заведений, обучающихся
по специальностям «Финансы и кредит»
и «Бухгалтерский учет и аудит»



МОСКВА
«ФИНАНСЫ И СТАТИСТИКА»
1998

УДК 339.172(075.8) ББК 65.422я73
Б64

АВТОРЫ:

В.А.Галанов, проф., д-р экон. наук (гл.1; гл. 2 § 2.1,2.2,2.5; гл. 3 §3.1,3.3;гл.4§4.1; гл. 10; гл. 13; гл. 14; словарь биржевых терминов; модели цен на основные товары и основные равенства, используемые в биржевой торговле);

А.И. Басов, доц., канд. экон. наук (гл. 2 § 2.2; гл. 7);

Е.В. Афанасьев (гл. 3 § 3.4; гл. 4 § 4.3; гл. 11 § 11.4);

А.Т. Воловик, д-р экон. наук (гл. 6);

З.К. Голда, доц., канд. экон. наук (гл. 2 § 2.3,2.4; гл. 5 § 5.1;гл. 6; гл. 7; гл. 8; гл. 9; словарь биржевых терминов);

ОА. Гришина, доц., канд. экон. наук(гл.3);

С.Н. Диго, доц., канд. техн. наук (гл. 12);

Т.В. Кузнецов (171.5 § 5.3.);

И.В. Рожкова, доц., канд. экон. наук (гл. 4 § 4.2);

А.В. Рыжакова, доц., канд. техн. наук (гл. 3 § 3.2);

Е.В. Семенкова, проф., канд. экон. наук (гл. 5 § 5.1,5.2; гл. 8; гл. 9; гл. 11 § 11,1-11.3);

К.А. Хачатурян (Ведущие биржи мира);

С.Р. Шибаев (гл. 8 § 8.1,8.2);

А.В. Фролова, канд. экон. наук (Российские биржи).

РЕЦЕНЗЕНТЫ:

кафедра фондового рынка

Высшей школы экономики (государственный университет);

И.С. Тедина,

заместитель председателя комиссии по товарным биржам при Государственном антимонопольном комитете

На обложке,

Учебные здания Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова:

слева – четвертый учебный корпус. Построен в 1905 г. Архитекторы-инженеры Н. Л. Шевяков и Г. В. Штандель;

справа – первый учебный корпус. Построен в 1903 г, Архитектор С. У Зеленко.

ISBN 5-279-01772-8

©Коллектив авторов, 1998

Обращение к читателям

К 90-летию высшего финансового образования в России

Учебник «Биржевое дело» написан коллективом авторов Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова, которая была основана 19 февраля 1907 г. и именовалась «Коммерческий институт Московского общества распространения коммерческого образования» (в дальнейшем Московский коммерческий Институт).

Рождению первого высшего учебного заведения коммерческого профиля предшествовало многолетнее обсуждение этого вопроса в Государственной Думе России двух созывов. Студенчество активно участвовало в предвыборной кампании в Государственную Думу, агитируя за кандидатов, поддерживающих высшее коммерческое образование в России. Открытие института стало возможно благодаря объединению усилий крупных предпринимателей, общественности и студенчества России. Основателем института являлся Алексей Семенович Вишняков – председатель Общества распространения коммерческого образования, купец I гильдии, крупнейший банкир, председатель Московского купеческого общества взаимного кредита, гласный городской думы. Председателем попечительского совета был избран С. Ю. Витте – министр финансов России.

Создатели института отлично понимали, что на рубеже XX в. отсутствие полноценного высшего коммерческого образования может замедлить поступательное развитие экономики государства. Поэтому в Институте было открыто Экономическое отделение. Обучение на Экономическом отделении было разделено на два этапа.

На первом этапе продолжительностью в два года все студенты отделения обучались совместно, получая общенаучную и общеэкономическую подготовку. Учебными планами в первые два года обучения предусматривалось чтение таких дисциплин, как введение в философию, политическая экономия, право, наука о финансах, экономическая политика, высшая математика, статистика, коммерческие вычисления и т.д.

На втором этапе обучения в Институте студенту предлагалось избрать двухлетний образовательный цикл. На Экономическом отделении в то время существовало четыре цикла: основной, коммерческо-финансовый, административно-финансовый и промышленный. Студенты IV курса коммерческо-финансового цикла имели возможность получить не только специальность, но и выбрать специализацию. На тот момент времени существовало две специализации: банковское дело и страховое дело. На втором этапе обучения избравшие финансовую специальность студенты продолжали изучать политэкономии (специальный курс), право (различные его отрасли), усиливалась математическая подготовка финансистов. Они изучали высшую математику (часть II), теорию вероятностей, математическую и ряд других отраслевых статистик, банковские вычисления.

Как правило, на III курсе читались общие курсы, а на IV курсе – специальные: местные финансы, финансы иностранных государств, мелкий кредит, страховое и банковское дело (по два годичных курса), оценочное дело, счетоведение и т.д.

Учитывая большую тягу к экономическим знаниям в России того времени, Институт также готовил преподавателей для средних специальных учебных заведений и всевозможных курсов коммерческого профиля. Для этого, начиная с III курса, в рамках основного и коммерческо-финансового циклов формировались педагогические группы.

Традиции, заложенные в начале века, сохраняются Институтом финансов Российской экономической академии им. Г. В. Плеханова и по сей день.

Образовательный процесс в Институте соотнесен со спецификой функционирования банковских, страховых и других финансовых учреждений в рыночной экономике и ориентирован на обучение специалистов, профессионально подготовленных, неординарно мыслящих, способных принимать самостоятельные решения, умеющих добиваться успеха как в сфере бизнеса, так и отстаивании финансовых интересов государств.

Предлагаемый учебник «Биржевое дело», по существу, является новой версией ранее изданного учебника «Биржевая деятельность» (Т.: Финансы и статистика, 1996). Он иначе структурирован, современен, превосходит

предшествующий по систематизации и завершенности изложенного материала.

Книга «Биржевое дело» входит в цикл учебников, написанных преподавателями РЭА им. Г. В. Плеханова для подготовки специалистов по работе с ценными бумагами. В этот цикл входят также учебники «Рынок ценных бумаг» под редакцией профессоров В.А. Галанова и А.И. Басова и «Операции с ценными бумагами» профессора Е.В. Семенковой.

В заключение позвольте пожелать успехов в изучении вопросов функционирования фондового рынка в России.

Президент
Российской экономической
академии им. Г. В. Плеханова,
профессор



В.И.Видяпин

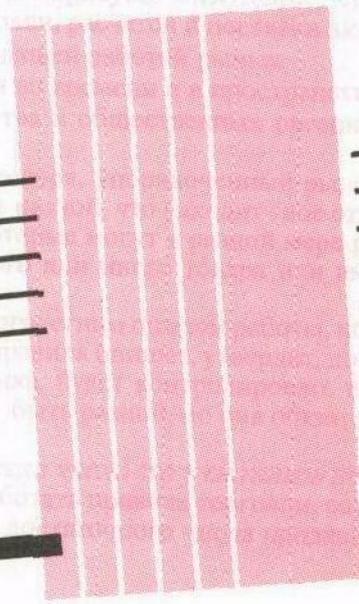
ГЛАВА 1

Сущность биржевой торговли

**РАЗДЕЛ
ПЕРВЫЙ**

Теоретические основы биржевого дела

* наличие
* сущность
* функции
* результаты
работы рынка
Организаци
стейки этой
не прежде в
считывают
другого акция
Правда т
на быть поку
по сделкам м
оказание. Фир
пожело быть
Организаци
может определ
содержанию о



ГЛАВА 1 Сущность биржевой торговли

1.1. ПОНЯТИЕ ОРГАНИЗОВАННОГО РЫНКА

Биржевая торговля – одна из форм организованного рынка, т.е. рынка, функционирующего по установленным правилам, записанным в тех или иных нормативных актах.

Возникновение организованного рынка в различных формах, или различных форм организованных рынков, объясняется потребностями развития как собственно производства, так и сферы обращения, которая связывает производителей между собой и с конечными потребителями товаров и услуг.

Понятие рынка вообще включает все множество процессов, происходящих в условиях производственных отношений, основывающихся на фундаменте частной собственности на капитал. Однако с точки зрения биржевой деятельности под рынком будем подразумевать только отношения, связанные с процессом купли-продажи. В этом смысле организованный рынок – это организованные определенным образом отношения по поводу купли-продажи любого рода активов: товаров, услуг, ценных бумаг и др.

В зависимости от того, какой вид актива обращается на рынке, последний может иметь специфические черты своей организации, но тем не менее любому организованному рынку обычно присущи следующие черты:

- . наличие утвержденных правил торговли, расчетов и поставки активов;
- . существование организации, руководящей работой рынка;
- . концентрация спроса и предложения во времени и в пространстве;
- . регулирование со стороны государства и общественных организаций работы рынка.

Организованный рынок – это, иначе говоря, упорядоченный рынок, но степень этой упорядоченности может быть разной, что находит свое отражение прежде всего в правилах торговли, которые могут в разной мере регламентировать процессы купли-продажи того или иного товара или любого другого актива.

Правила торговли вырабатываются многолетним опытом работы, но должна быть некая организация, которая эти правила опишет, утвердит, доведет до сведения всех участников данного рынка, будет контролировать их соблюдение. Форма этой организации может быть разной, но она обязательно должна быть.

Организованный рынок не состоится, если число его участников не достигнет определенного числа. Можно разработать правила торговли, создать необходимую организацию, но отсутствие достаточного числа продавцов и покупателей сведет на нет все усилия организаторов рынка будь то вновь организуемый рынок или давно действующий, но не поспевающий за изменениями конъюнктуры.

Государство всегда проводит определенную политику в отношении рынка. Это может касаться только чисто фискальной стороны дела, т.е. получения налогов от рыночной деятельности, или иметь целью стимулирование развития рынков тех или иных активов. И в том и в другом случаях имеет место регулирующее воздействие государства, которое практически невозможно или трудно выполнимо в случае неорганизованного, стихийного рынка, не поддающегося достаточному контролю ни со стороны государственных органов, ни со стороны организаций самих торговцев.

Организованные рынки можно классифицировать в зависимости от:

- вида торгуемого актива;
- уровня организованности;
- происхождения;
- формы торговли.

В зависимости от вида торгуемого актива организованные рынки делятся на:

- организованные товарные рынки;
- рынки ценных бумаг (как правило, организованные рынки);
- рынки банковских ссуд;
- валютные рынки.

По уровню организованности рынки условно можно классифицировать как:

- малоорганизованные, на которых правила торговли регулируют далеко не все стороны процесса торговли;
- организованные, на которых правила торговли регулируют все основные элементы процесса торговли;
- высокоорганизованные, на которых правила торговли регулируют практически весь процесс торговли.

По происхождению организованные рынки могут быть:

- самоорганизованными, т.е. их организовали сами участники процесса торговли;
- централизованными, т.е. рынок организован по инициативе государства.

По форме торговли могут различаться:

- организованные оптовые рынки;
- организованная розничная торговля;
- биржевые рынки.

В историко-научном плане следует отметить, что деление рынков на организованные и неорганизованные имело более важное значение примерно до 30-х годов нашего века. За последние пятьдесят лет совершенно очевидным стал тот факт, что во всех развитых странах рынок практически полностью стал организованным, управляемым и контролируемым. Это не означает, что неорганизованных, неконтролируемых рынков нет. Последние будут существовать, пока живо само рыночное хозяйство. Просто роль и значение организованных рынков таково, что они определяют в настоящее время весь рыночный процесс.

1.2. ОТЛИЧИТЕЛЬНЫЕ ЧЕРТЫ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ

Наименование «биржевая» торговля ведет свое происхождение от названия организации, осуществляющей эту торговлю, – биржи. В этом смысле можно утверждать, что биржевая торговля с самого своего зарождения, – это организованная торговля, ибо ее специально создавала особая организация, получившая название биржи.

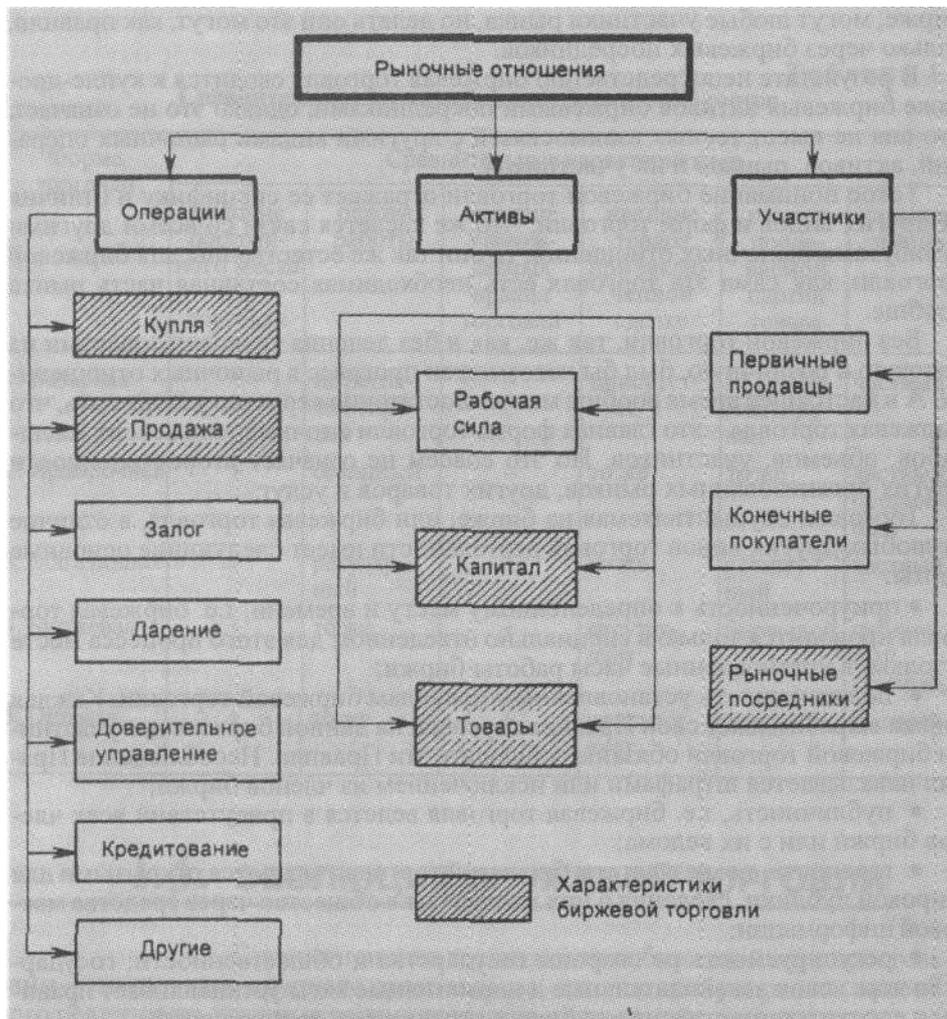


Рис. 1.1. Рыночные характеристики биржевой торговли

В общей форме место биржевой торговли в системе рыночных отношений представлено на рис. 1.1.

Биржевая торговля имеет дело с активами, относящимися либо к группе капиталов (например, ценные бумаги, валюта), либо к группе товаров (например, цветные металлы, сельскохозяйственные товары). Основная операция при биржевой торговле – это купля-продажа соответствующих активов. Участники биржевой торговли могут проводить между собой любые операции по поводу купли-продажи биржевого актива, например брать в ссуду деньги, ценные бумаги, брать в залог товар и т.п., но собственно биржевая торговля – это всегда только купля-продажа соответствующего актива.

Участвовать в биржевой торговле, т.е. покупать или продавать актив на бирже, могут любые участники рынка, но делать они это могут, как правило, только через биржевых посредников.

В результате непосредственно биржевая торговля сводится к купле-продаже биржевых активов биржевыми посредниками, однако это не означает, что она не имеет тесных взаимосвязей с другими видами рыночных операций, активов, рынков и их участников.

Такое понимание биржевой торговли отражает ее специфику и отличия от других видов и форм торговли. Что же касается связи со всеми другими атрибутами рыночных отношений, то они так же естественны для биржевой торговли, как сама эта торговля есть необходимая составная часть рынка вообще.

Без биржевой торговли, так же, как и без деления торговли товарами на оптовую и розничную, был бы невозможен прогресс в рыночных отношениях. А в настоящее время вообще можно достаточно серьезно утверждать, что биржевая торговля – это главная форма торговли с точки зрения своих масштабов, объемов, участников. Но это совсем не означает второстепенности других организованных рынков, других товаров и услуг.

Торговля, осуществляемая на бирже, или биржевая торговля, в отличие от любых других видов торговой деятельности имеет следующие основные черты:

- приуроченность к определенному месту и времени, т.е. биржевая торговля проводится только в специально отведенном для этого процесса месте и только в установленные часы работы биржи;
- подчиненность установленным правилам биржевой торговли. Каждая биржа вырабатывает свои Правила

торговли на данной бирже и все участники биржевой торговли обязаны соблюдать эти Правила. Несоблюдение Правил наказывается штрафами или исключением из членов биржи;

- публичность, т.е. биржевая торговля ведется в присутствии всех членов биржи или с их ведома;
- гласность, т.е. результаты биржевой торговли являются открытыми для широкой публики, сведения о них поступают в общество через средства массовой информации;
- регулируемость со стороны государства и общественности; государство через свои законодательные и нормативные акты устанавливает правила, в соответствии с которыми биржи строят свою деятельность;
- концентрация спроса и предложения по товарам, реализуемым на бирже, ибо биржа – это самое подходящее место, где легко можно найти покупателя на продаваемый товар или продавца необходимого вам товара. На этой основе складываются представительные биржевые (рыночные) цены на товары.

Итак, понятие биржевой торговли включает то, что объединяет ее с другими формами торговли, и то, что отличает ее. В табл. 1.1 приведены сравнительные характеристики ряда основных форм товарной торговли, из которых следует, что биржа отличается от каждой другой формы торговли по нескольким характеристикам, но каждый раз это могут быть разные показатели. Например, от торговли с оптовых баз биржа отличается по характеру торгов и по наличию самого товара, а от магазинной торговли биржа отличается еще и по размеру партии товара.

Таблица 1.1

Сравнительные характеристики организации торгов

Форма торговли	Сравнительные характеристики					
	наличие постоянного места для торговли	режим работы	наличие утверждаемых правил торговли	наличие товара при заключенной сделке	размер продаваемой партии товара	характер торгов
1. Базарная	+ –	не регламентирован	–	присутствует	не регламентирован	частный
2. Ярмарочная	+	сезонный	–	то же	то же	частный, публичный
3. Магазинная	+	регулярный	+	то же	розничный	частный
4. Биржевая	+	то же	+	отсутствует	биржевой	публичный, гласный,
5. Оптовая	+	то же	+	присутствует	оптовый	частный

1.3. ЭВОЛЮЦИЯ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ

Главная причина возникновения биржевой торговли товарами – это развитие крупного производства, которое требует рынка, способного реализовать крупные партии товара на регулярной, повторяющейся основе, на базе цен, складывающихся в зависимости от реального соотношения спроса и предложения на товар. Первоначально биржевая торговля не отличалась от других, «традиционных», форм торговли по своему объекту торговли, которым является реальный физический товар. Иным был лишь способ торговли – биржевые публичные торги.

Возникнув как торговля товарами, биржевая торговля оказалась весьма подходящей формой организации торговли другими активами, которые появились позже и прежде всего ценными бумагами. Биржевая торговля последними в настоящее время является главной формой торговли ими.

Конкуренция форм торговли товарами постепенно привела к тому, что в XX в, торговля реальными товарами окончательно переместилась во внебиржевой оборот. Дело в том что потребителю всегда нужен конкретный товар со всеми его конкретными и специфическими особенностями, поставляемый на условиях, приемлемых для данного потребителя. В то же время биржевая торговля не могла развиваться без движения в сторону, противоположную учету конкретных факторов, а именно – в сторону все большей унификации и стандартизации биржевых товаров. Без этого было невозможно наращивание объемов торговли, количества заключаемых биржевых сделок ит.п.

Стандартизация биржевой торговли привела к появлению принципиально нового биржевого актива – биржевого фьючерсного контракта, т.е. контракта на поставку биржевого товара через определенный срок в будущем, и соответствующего этому активу новому механизму биржевой торговли -фьючерсной торговле. Механизм фьючерсной торговли оказался удивительно универсальным инструментом биржевой торговли, поскольку в основе фьючерсного контракта может лежать любой актив, причем не имеет значения реальный он или не имеет никаких качественных характеристик, а представляет собой просто определенный количественный показатель, например процент или индекс.

Эволюция биржевой торговли привела к тому, что произошли крупные изменения и в объекте, и механизме

этой торговли. Биржевая торговля товарами, зародившись в XVI в., практически полностью прекратилась во второй половине нашего столетия. Биржевая торговля ценными бумагами, появившаяся в XVI в., не прекращается до сих пор, однако она охватывает лишь примерно половину всего рынка ценных бумаг и имеет тенденцию к дальнейшему снижению.

Теханизм фьючерсной торговли, зародившийся в недрах биржевой торговли, благодаря своей уникальной универсальности и возможности постоянного повышения уровня компьютеризации и автоматизации процесса торговли, по сути, означает дальнейшее отрицание классических признаков биржевой торговли – определенности места, времени и публичности торгов.

Теханизм фьючерсной торговли – это не последнее новшество в биржевом деле, тем более, что в своих первых формах он возник еще в прошлом веке.

Научно-техническая революция пришла и в биржевое дело. Ее «тараном» являются мощнейшая электронно-вычислительная техника и развитие современных средств связи. Революция в области систем и средств связи позволила увязать биржевые рынки всех стран мира в единый мировой биржевой рынок и обеспечить его круглосуточный характер функционирования. В то же время электронно-вычислительные системы революционизируют биржевую деятельность. Биржевая торговля теперь может осуществляться не только путем непосредственного присутствия торговца в биржевом зале на биржевых публичных торгах, но она может вестись через компьютерные сети вне непосредственно биржевого зала, не выходя из офиса или даже из собственной квартиры. Компьютеризация биржевой деятельности разрушает ее границы и потенциально позволяет любому желающему непосредственно участвовать в биржевых торгах по компьютерным системам. В результате идет постепенный процесс стирания различий между биржевой и внебиржевой торговлей, биржевым торговцем или любым желающим торговать.

Компьютеризация создает широкие возможности для различных биржевых нововведений. Она позволяет расширять круг биржевых товаров, вводить разнообразные методы торговли, повышает надежность операций, увеличивает количество торгующих и т.д.

В этом смысле можно сделать прогноз о том, что дальнейшее развитие рынка в XXI в. приведет к тому, что торговля всеми ценными бумагами переместится во внебиржевую торговлю, как это случилось с торговлей товарами, а сама биржевая торговля уступит место компьютерной торговле фьючерсными контрактами (и их всевозможными разновидностями) (рис 1.2).

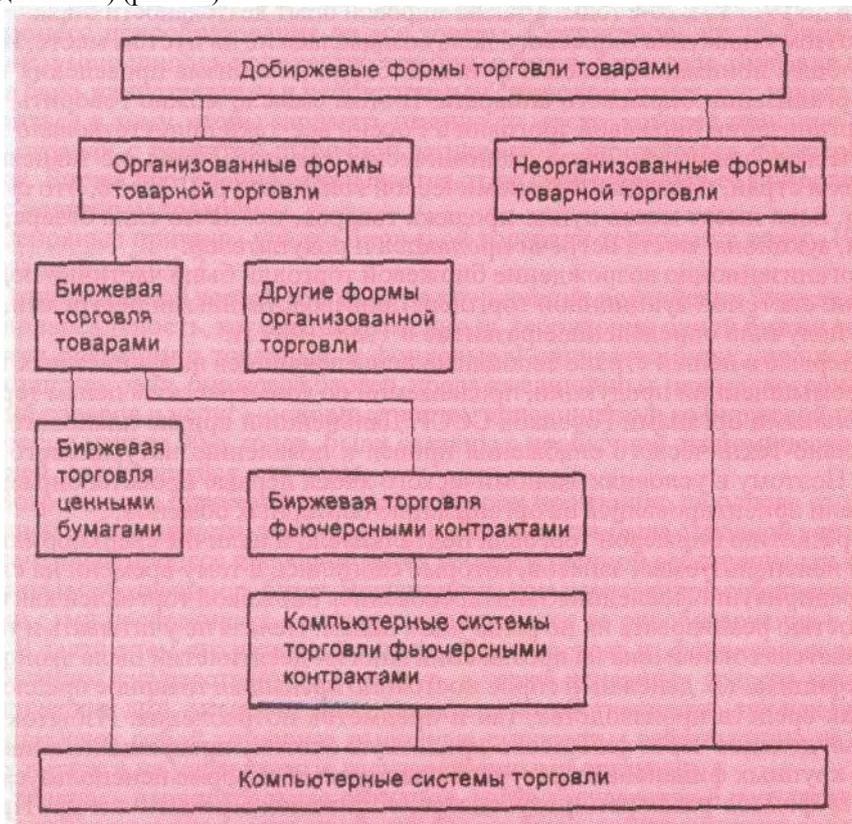


Рис. 1.2. Основные этапы эволюции биржевой торговли

1.4. ПРИЧИНЫ И УСЛОВИЯ ВОЗРОЖДЕНИЯ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ В РОССИИ В 1990-1991 гг.

Создание биржевых институтов в России в начале 90-х годов было одним из необходимых условий развития рыночных отношений.

Формирование рыночной экономики потребовало коренной перестройки как сферы производства, так и сферы обращения. Но сразу перейти к рыночным формам хозяйствования было невозможно, поэтому, естественно, в России должны были возникнуть такие экономические структуры, которые обеспечивали бы процесс перехода от административной к рыночной экономике, приспособившая имеющиеся организационные структуры к новым

условиям и создавая совершенно новые. Биржи, возникшие в начале 90-х годов, в большей мере выполнили эту роль.

Теоретические и практические основы биржевой торговли в России для условий современности отсутствовали. Однако имелся опыт по биржевому делу в России до 1917 г., в 20-е годы, а также мировой опыт деятельности бирж.

Поэтому практика биржевого дела создавалась не на пустом месте. Имелось общее понимание целей и функций бирж, механизма проведения торгов, организации биржевого аппарата. В этом смысле можно говорить, что при организации биржевой торговли в России все-таки присутствовало экономическое знание как некая экономическая квинтэссенция, не зависящая от эпох и стран, политики и экономической конъюнктуры. Это то, что существует, пока имеет место купля-продажа товаров, т.е. нечто типа базара, ярмарки, аукциона, места встречи продавцов и покупателей.

Организационно возрождение биржевой торговли было частично подготовлено системой аукционной торговли производственными ресурсами, которая получила определенное развитие в 1988-1989 гг.

Впервые в нашей стране свободные цены появились на аукционных торгах промышленной продукции, продаваемой по коммерческим ценам территориальными органами Госснаба СССР. Дальнейший кризис планового материально-технического снабжения привел к появлению натурального обмена. Поэтому в условиях экономического хаоса первые проекты биржевой торговли ориентировались на организацию бартерных обменов.

К развитию биржевой торговли подталкивало и наличие сверхнормативных и неиспользуемых запасов, которые скопились к тому времени на складах предприятий. Последние заинтересовались биржевой торговлей как возможностью реализовать их по рыночным ценам. Нельзя не учитывать и того, что советская экономика на протяжении многих десятилетий была экономикой дефицита, т.е. денежный спрос постоянно превышал товарное предложение как средств производства, так и предметов потребления. Избыток денежных доходов через финансово-кредитную систему превращался в накопление крупных финансовых ресурсов предприятий в форме неиспользуемых средств фондов развития производства, социального развития и др. Предприятия, получив свободу в использовании этих средств, искали возможность их применения.

Появление биржевых структур явилось одним из направлений вложения избыточных денежных ресурсов. Тем более, что биржи в своем большинстве создавались как акционерные общества, и в периоды их расцвета акции бирж можно было выгодно продать другим лицам или организациям по более высокой цене, в то время как при учреждении биржи акция оплачивалась по номиналу. Спекулятивная торговля членством на биржах (акциями, местами) процветала.

Биржевой процесс в России в 1990-1991 гг. ознаменовался возникновением крупных биржевых структур, таких, как: Московская товарная биржа. Международная универсальная биржа вторичных ресурсов, Всероссийская биржа недвижимости, Российская товарно-сырьевая биржа, биржа «Гермес», биржа наукоемких технологий, металлические, нефтяные, лесные, бумажные, продовольственные биржи. Сформировались региональные, областные, городские и районные биржевые комплексы. К началу 1992 г. Россия оказалась по количеству бирж, приходящихся на душу населения, на первом месте в мире. Общее количество зарегистрированных в России товарных бирж превышало их общее количество во всем остальном мире. В одной Москве их было около двадцати.

Ситуация изменилась к весне 1992 г., когда рыночные отношения охватили процесс ценообразования на все товары. Сократилось число биржевых сделок, уменьшилось количество товарных бирж. Биржевая торговля перестала быть единственным и неповторимым символом рынка, она начала приближаться к тому, чтобы занимать именно то место, которое присуще ей во всех странах с развитой рыночной экономикой. Зарождается фьючерсный рынок. Биржа постепенно отказывается от не свойственных ее природе сделок с наличным товаром.

Основные причины упадка биржевой торговли товарами к концу 1993 г показаны в табл. 1.2.

Отличительной чертой торговли на крупнейших российских биржах была их универсальность, когда одновременно на территории одной биржи совершаются операции и товарные, и фондовые. Количество бирж, аукционный принцип торговли, биржевой бартер, продажа единичных или мелкосерийных партий товаров и услуг – основные черты, присущие только биржевой системе России начала 90-х годов, были связаны с необычной экономической ситуацией, сложившейся в те годы.

Возрождение биржевой торговли в России произошло на основе государственной собственности, поскольку эта собственность была основной в те годы. Постепенный процесс преобразования государственной собственности видоизменил и собственность бирж. Возникнув из государственной собственности, биржи сами превратились в катализатор процесса ее преобразования в частную. В связи с тем что уставный капитал бирж состоял из финансовых ресурсов бывших государственных структур, а также денежных средств частных юридических лиц, он уже не имел характер госсобственности, так как биржи представляют собой типичные рыночные структуры, действующие на свой страх и риск и не управляемые государственными органами.

Создалась парадоксальная ситуация, когда государство в результате потери управляемости экономикой как бы не было собственником своей же собственности. Государственные предприятия и организации в процессе образования бирж выступили фактически в качестве посредников, т.е. звена, разорвавшего связь между собственником и его собственностью. Произшедшая в последующие годы приватизация государственных предприятий, преобразование их в акционерные общества постепенно поставили все на свои места.

Таблица 1.2

Основные причины упадка биржевой товарной торговли

Изменения в сфере		
Государственного регулирования	товарного обращения	биржевого бизнеса
<p>Введение законодательных ограничений на деятельность товарных Бирж в 1992г,</p> <p>Более высокое налогообложение биржевой деятельности по сравнению с иной коммерческой деятельностью</p> <p>Недостаточность государственного регулирования в вопросах расчетов и поставки товаров</p>	<p>Развитие внебиржевых товарных посредников (торговых домов, компаний, фирм)</p> <p>Высокая инфляция в 1992-1994 гг.</p> <p>Необходимость сокрытия доходов и сделок с целью ухода от уплаты налогов</p> <p>Криминализация общества</p> <p>Падение производства</p> <p>Окончательное разрушение централизованного обращения и распределения товаров</p>	<p>Огромное количество конкурирующих бирж</p> <p>Конкуренция со стороны биржевого фондового и валютного рынков</p> <p>Падение экономической эффективности биржевых товарных рынков по сравнению с внебиржевой торговлей</p>

Процесс становления рыночных отношений на государственных предприятиях и организациях происходил, как правило, сложным путем перехода из государственной собственности в акционерную при обесценивающихся остатках денежных средств; финансовые ресурсы перераспределялись в акционерные общества биржевого типа, в другие рыночные структуры.

Развитие рыночных отношений невозможно без изменений и в личном факторе экономики. Производство товаров, их реализация – это функции предпринимателей. Биржевая деятельность не возможна, во-первых, без большого отряда работников торговли и снабжения, во-вторых, без посреднической, биржевой деятельности, которая в период нормального функционирования экономики является достаточно прибыльным и высокооплачиваемым занятием. Поэтому если первоначально кадровый состав биржевиков базировался на бывших кадрах социалистических организаций и учреждений, то в дальнейшем биржевая деятельность стала пользоваться огромной популярностью среди молодежи. В-третьих, предпринимательские кадры пополнились и за счет полулегальных дельцов, занимавшихся предпринимательством в условиях господства государственной собственности.

Развитие биржевого дела опирается на соответствующие квалифицированные кадры. Первоначально все решал в основном один аргумент – возможность быстрого обогащения за счет удачных посреднических операций на бирже. Ситуация напоминала известные «золотые лихорадки», когда тысячи людей бросались на поиски золота в надежде на его добычу быстро разбогатеть, если повезет. Одна или несколько удачных сделок могли принести солидный доход брокеру, и эта мечта притягивала к биржам, как магнит. В реальности везло очень немногим, а основная масса биржевых посредников оплачивалась достаточно скромно.

Биржевая торговля развивалась в условиях экономической нестабильности, спада производства. Поэтому любой вид коммерческой и особенно биржевой деятельности приобретал весьма рискованный характер. Причем чем хуже экономическая ситуация, тем нестабильнее взлет и падение заработков на бирже.

Возрождение биржевой деятельности происходило в отсутствие соответствующей законодательной базы, т.е. не существовало каких-либо ограничений или запретов на организацию бирж, их функционирование, использование капиталов и т.д.

В 1992 г. был принят Закон РФ «О товарных биржах и биржевой торговле», предусматривавший контроль государственных органов над деятельностью бирж, а главное – существование ограничения на движение их капиталов.

Одним из условий возрождения биржевой деятельности в России следует считать отсутствие как развитых форм товарного обращения, так и недостаточность инфраструктуры рынка и коммерческой информации. Желание вложить свободные денежные средства в ту или иную биржу или биржевую деятельность должны были идти методом проб и ошибок, ориентироваться на рекламу или советы друзей.

Конкретные экономические и политические условия в нашей стране в начале 90-х годов, с одной стороны, привели к весьма своеобразному развитию бирж, с другой стороны, не отрицают общих основ существования, функционирования и развития биржевого дела. Вместе с развитием рынка и становлением новых производственных отношений биржи уже прошли ряд этапов: возрождение, быстрый рост, спад биржевой активности, реорганизацию. И им еще предстоит нелегкая судьба выживания в рыночных условиях. Накоплен солидный опыт биржевой деятельности, идет активная подготовка квалифицированных кадров, наработано государственное законодательство, развивается теория биржевого дела.

Развитие биржевой деятельности создает благоприятные условия для иностранных инвестиций прежде всего в приватизационные предприятия, акционерные общества.

С учетом изменений в экономике и регулирования биржевого дела биржи могут быть подвержены ликвидации, объединению в той или иной форме, и наконец, преобразованию. К настоящему времени многие из созданных в 1990-1992 гг бирж уже ликвидировались. Правовые ограничения и конкуренция с более сильными организациями поставили мелкие биржи в невыгодное положение по отношению к крупным. Поглощение более

крупными биржами – это второе направление упорядочения биржевой торговли.

Третий путь – это превращение бирж в другие коммерческие структуры: торговые дома, торговые и финансовые компании и т.д.

Четвертое направление преобразований бирж – это их перепрофилирование, когда созданные первоначально как товарные эти биржи начинают торговать ценными бумагами, фьючерсными контрактами, т.е. функционируют как фондовые или фьючерсные биржи. Перечисленные направления представлены в табл. 1.3.

Таблица 1.3

Направления дальнейшего развития биржевой торговли и преобразования бирж в России

Совершенствование биржевой деятельности	Превращение бирж во внебиржевые структуры
Переход на торговлю: фьючерсными контрактами корпоративными ценными бумагами государственными ценными бумагами валютными ценностями Создание представительств иностранных бирж в России Специализация на главных направлениях биржевой инфраструктуры (расчетное, депозитарное обслуживание и т.п.) Укрупнение бирж, их слияние и поглощение	Реорганизация бирж в: торговые компании и дома центры информации и конъюнктуры рынков Полное перепрофилирование на другие виды коммерческой деятельности

На начало 1997 г. в качестве товарных бирж числились зарегистрированными около сотни бирж, функционировали как фондовые порядка двадцати, а также было зарегистрировано восемь валютных бирж.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- *организованный рынок*
- *черты организованного рынка*
- *виды организованного рынка*
- *биржевая торговля*
- *черты биржевой торговли*
- *фьючерсная торговля*

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Какие рынки считаются организованными?
2. Перечислите основные черты организованного рынка,
3. На какие рынки делятся организованные рынки в зависимости от:
вида торгуемого актива;
уровня организованности;
происхождения;
формы торговли,
4. Перечислите основные черты биржевой торговли.
5. Перечислите основные этапы эволюции биржевой торговли.
6. Укажите основные причины возрождения биржевой торговли.
7. В каких условиях происходило возрождение бирж в 1990-1991 гг.?
8. Укажите основные причины упадка биржевой торговли.
9. Перечислите формы совершенствования и трансформации биржевой торговли.

ГЛАВА II БИРЖА КАК ОРГАНИЗАТОР ТОРГОВЛИ

2.1. ПОНЯТИЕ БИРЖИ И ИСТОРИЯ ЕЕ ВОЗНИКНОВЕНИЯ

Согласно *Закону РФ «О товарных биржах и биржевой торговле»* биржей называется организация с правами юридического лица, проводящая гласные публичные торги в заранее определенном месте, в конкретное время и по установленным правилам.

Первые товарные биржи возникли в торговых центрах Европы в XVI в.: 1531 г. – Антверпен (Нидерланды), 1549 г. – Лион, Тулуза (Франция), 1556 г. – Лондон (Великобритания). В России первая биржа была основана Петром I в Санкт-Петербурге в 1703-1705 гг. В США первая товарная биржа возникла в Чикаго в 1848 г.

Торговля массовыми товарами обычно осуществляется в специально отведенном для этого процессе месте, например на базаре (рынке), ярмарке, в магазине. Одно из таких мест исторически получило название – биржа. Отсюда в основе понятия биржи лежит место для торговли, для встречи продавцов и покупателей товаров. Это то, что объединяет биржу с другими формами организации торговли.

В отличие от обычной торговли, на бирже торговали не самими товарами, а заключали договоры на куплю-продажу товаров по их образцам или специальным описаниям. Кроме того, в биржевой торговле принимали участие обычно торговцы-посредники, которые продавали и покупали крупные партии товаров, а не их мелкие производители или рядовые граждане – покупатели.

Участники биржевого рынка были заинтересованы в том, чтобы на бирже поддерживался порядок, торговля велась по правилам и в ней принимали участие не случайные лица или жулики и т.п., поэтому необходимость повышения организованности и управляемости на бирже потребовала создания биржи как особой организации, призванной регулировать как саму биржевую торговлю, так и состав ее участников.

Понимание биржи как определенного места для торговли отражает ее функциональную сущность, – это площадка, где торгуют. Но далеко не любое место, где можно торговать, вправе называться биржей. Биржа – это оптовый рынок, юридически оформленный в виде организации торговцев.

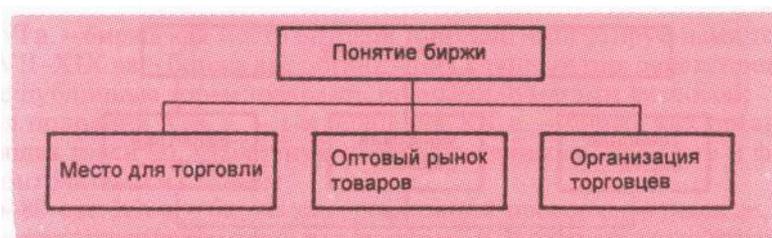


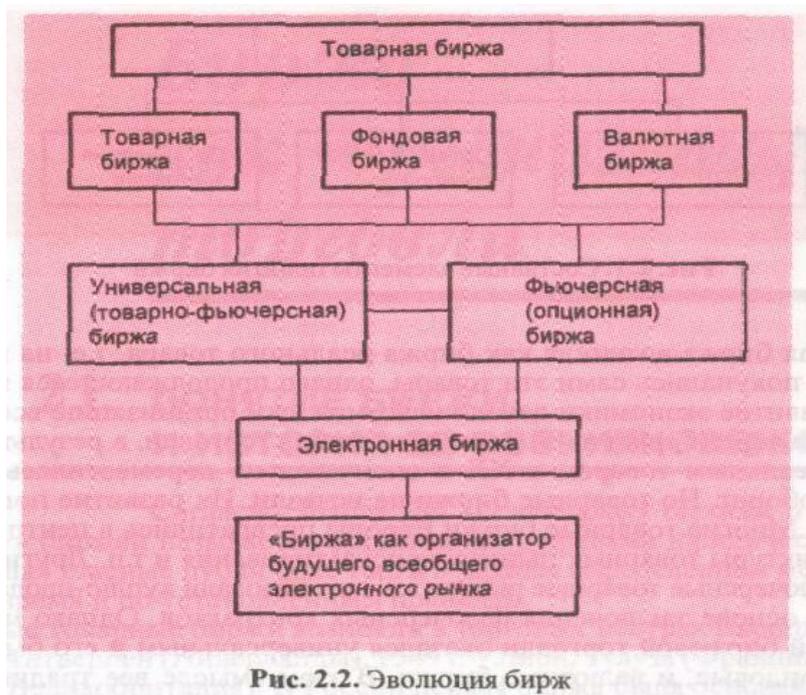
Рис. 2.1. Составные элементы понятия биржи

Товарная биржа возникла как биржа реального товара, т.е. на ней продавались и покупались сами эти товары, однако продолжающееся поступательное развитие экономики делало невозможным организацию всего товародвижения через биржи из-за роста масштабов торговли, в результате чего торговля реальным товаром в XX в. окончательно переместилась во внебиржевой оборот. Но товарные биржи не исчезли. Их развитие пошло двумя путями. Многие товарные биржи Европы превратились в центры изучения конъюнктуры товарных рынков, консультирования и т.п. Другие биржи освоили фьючерсные товарные рынки, т.е. организовали куплю-продажу ряда товаров на основе заключения фьючерсных контрактов. Однако механизм фьючерсной биржевой торговли оказался универсальным и его быстро освоили и фондовые, и валютные биржи. В этом смысле все традиционные виды бирж эволюционируют в сторону фьючерсной торговли. Но тем самым идет процесс стирания многих различий между этими биржами, с одной стороны, а с другой – налицо тенденция к универсализации деятельности всех бирж.

Товарная биржа явилась родоначальником современных бирж, и в зависимости от того, что на ней продавалось: товары, ценные бумаги или валюта, от нее в дальнейшем отпочковались фондовые и валютные биржи.

Развитие механизмов торговли фьючерсными контрактами и введение последних на все активы, которыми прежде торговали товарные, фьючерсные и валютные биржи, привело к стиранию различий между указанными видами бирж и к появлению либо фьючерсных бирж, на которых торгуют только фьючерсными контрактами, либо универсальных бирж, на которых торгуют как фьючерсными контрактами, так и традиционными биржевыми активами, например акциями, валютой и даже отдельными товарами.

Что касается дальнейшего возможного направления исторического пути развития бирж, то он видится в следующем. Технический прогресс ведет к тому, что определяющим типом биржи станут электронные биржи, т.е. биржи, на которых все процессы биржевой торговли будут полностью компьютеризированы. На этом направлении, видимо, исчезнут различия между биржевым и внебиржевым рынками, которые сольются в единый электронный рынок торговли рыночными активами всех видов, управлением и организацией которого будут заниматься компании нового типа, и нельзя исключить, что именно к ним перейдет то старинное название «биржа», которое возникло в XVI в., и тогда сущность понятия биржи будет трактоваться совсем иначе, чем в настоящее время.



Обобщая сказанное, эволюцию бирж можно представить в виде следующей схемы (рис. 2.2).

История показывает, что понятие биржи не остается неизменным, а с течением времени меняется по всем параметрам: где и как происходит торговля, кто торгует, чем торгует. Если на рис. 2.1 упор делается на место для торговли и на оптовый характер рынка, то внедрение электронных форм торговли ведет к тому, что понятие места для торговли утрачивает свой смысл, ибо торговать можно, находясь на своем рабочем месте, а не в специально отведенном для этих целей торговом зале. Оптовый характер рынка как обязательная черта тоже видоизменяется, так как появляется возможность через электронные сети торговать любыми количествами актива и не имеет никакого значения размер партии товара. Усложняется и проблема биржевых посредников, т.е. биржевых торговцев, которые связывают клиентов биржи: продавцов и покупателей между собой. В настоящее время посредническая деятельность еще остается незыблемой основой рыночных процессов, однако не трудно предвидеть, что автоматические системы поиска подходящего продавца или покупателя существенно подрывают и этот оплот биржевой торговли.

Единственно, что пока не поддается столь очевидному прогнозированию на отмирание, так это роль биржи как организатора торговли, как организации, «управляющей» торговлей. В этом смысле эволюция сущности биржи максимально упрощенно может быть отражена в следующих ее определениях:

- XVI в. – биржа как место оптовой торговли импортируемыми товарами;
- XVII-XIX вв.- биржа как организация крупных торговцев, проводящая главные публичные торги товарами, ценными бумагами, валютой;
- 2-я половина XIX в. – 1-я половина XX в. – биржа как организация, проводящая гласную, публичную торговлю ценными бумагами и фьючерсными контрактами на товары;
- 70-80-е гг. XX в. – биржа как организация, проводящая гласные, публичные и электронные торги ценными бумагами и фьючерсными контрактами;
- вероятный прогноз на начало XXI в. – биржа как организация, осуществляющая электронные торги ценными бумагами и фьючерсными контрактами;
- вероятный прогноз на середину XXI в. – биржа как организация, управляющая торговлей по компьютерным сетям.

2.2. ФУНКЦИИ СОВРЕМЕННОЙ БИРЖИ

В функциях биржи отражается деятельность, присущая только ей самой и которой не занимаются обычно любые другие организации торговли,

Основными функциями биржи являются следующие.

1. Организация биржевых собраний для проведения гласных публичных торгов (рис. 2.3). Данная функция включает:

- организацию биржевых торгов;
- разработку правил биржевой торговли;
- материально-техническое обеспечение торгов;
- обучение персонала биржи;
- разработку квалификационных требований для участников торгов.

Для организации торговли биржа прежде всего должна располагать хорошо оборудованным «рыночным местом» (биржевым залом), которое могло бы вмещать достаточно большое количество продавцов и покупателей, ведущих открытой биржевой торг. Использование современных электронных средств связи не требует физического

присутствия торгующих в одном месте, а позволяет вести торговлю через электронные компьютерные терминалы. Но и в этом случае биржа призвана обеспечить высокоэффективную систему электронной торговли.

Организация торговли требует от биржи разработки и строгого соблюдения правил торговли, т.е. норм и правил поведения участников торга в зале.

Материально-техническое обеспечение торгов включает оборудование биржевого зала, рабочих мест участников торгов, компьютерное обеспечение всех процессов на бирже и т.д.

Для ведения биржевых торгов биржа должна располагать высококвалифицированным штатом сотрудников.

Члены биржи, принимающие участие в биржевых торгах, должны знать правила работы на бирже, иметь необходимые знания и практические навыки во всех сферах деятельности, связанных с биржевой торговлей.

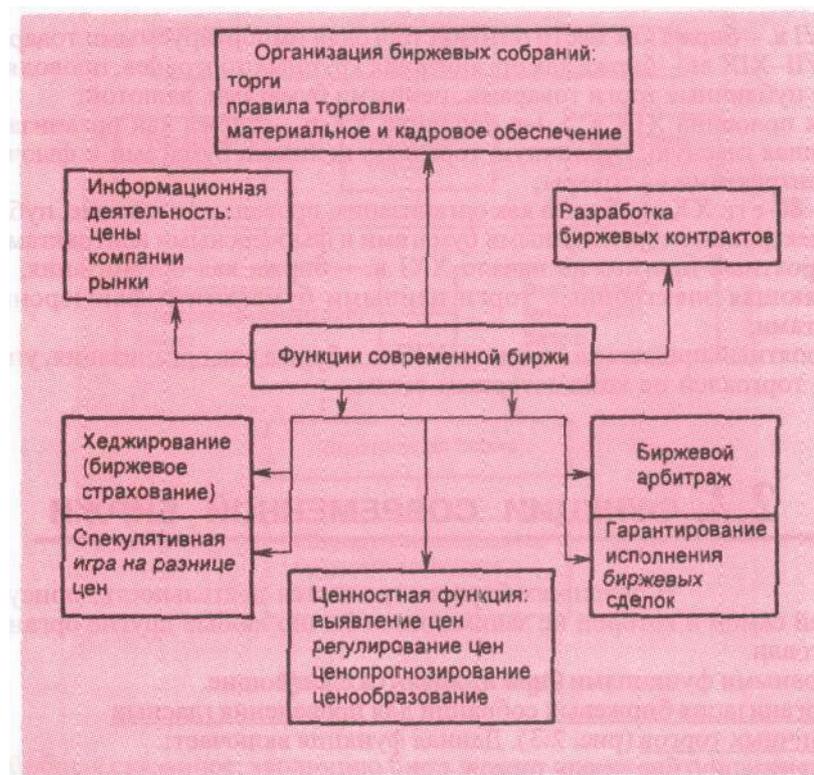


Рис. 2.3. Функции современной биржи

2. Разработка биржевых контрактов. Данная функция биржи включает:

- стандартизацию требований к качественным характеристикам биржевых товаров;
- стандартизацию размеров партий актива, лежащего в основе контракта;
- выработку единых требований к расчетам по биржевым сделкам (включая условия и сроки поставки по контрактам, взаиморасчеты и расчеты с биржей).

3. Биржевой арбитраж, или разрешение споров, возникающих по заключенным биржевым сделкам в ходе биржевых торгов. Данная функция биржи имеет очень большое значение. С одной стороны, как мера выявления торговцев, которые пытаются действовать путем обмана, мошенничества и т.п. С другой стороны, как способ улаживания ошибок, возникающих в ходе торгов из-за неточности записей в сделках, сбоев в системе компьютерного обеспечения и других чисто человеческих или технических ошибок.

4. Ценностная функция биржи. Данная функция биржи имеет два аспекта. Первый – это то, что задачей биржи становится выявление «истинно» рыночных цен, но одновременно и их регулирование с целью недопущения незаконных манипуляций с ценами на бирже.

Второй аспект – это ценопрогнозирующая функция биржи:

а) выявление и регулирование биржевых цен. Биржа участвует в формировании и регулировании цен на все виды биржевых товаров. Концентрация спроса и предложения на бирже, заключение большого количества сделок исключают влияние нерыночных факторов на цену, делают ее максимально приближенной к реальному спросу и предложению. Биржевая цена устанавливается в процессе ее котировки, которая рассматривается как наиболее важная функция биржи. При этом под котировкой понимают фиксирование цен на бирже в течение каждого дня ее работы: регистрацию курса валюты или ценных бумаг, цены биржевых товаров.

б) ценообразующая и ценопрогнозирующая функция. Сосредоточение на бирже продавцов и покупателей товаров, массовый характер биржевых сделок и их огромные масштабы в силу того, что торговля ведется обычно крупными партиями товаров, превращает биржевые цены в представительные рыночные цены на биржевые товары, которые обычно лежат в основе образования цен на многие другие товары. В результате биржевые цены выполняют

функцию ценообразования, становятся его базисом наряду со ставками заработной платы, нормами амортизационных отчислений и т.п. На бирже торгуют товарами (контрактами) с поставкой через несколько месяцев после даты заключения сделки, тем самым происходит процесс ежедневного прогнозирования цен на будущие даты поставки товара, т.е. имеет место реальное ценопрогнозирование и не только цен на биржевые товары, но и на все те активы, которые основаны на этих биржевых товарах.

5. Функция хеджирования, или биржевое страхование участников биржевой торговли от неблагоприятных для них колебаний цен. Для этого на бирже используются специальные виды сделок и механизмы их заключения. Выполнив задачу страхования участников биржевого торга, биржа не столько организует торговлю, сколько ее обслуживает. Биржа создает условия для того, чтобы покупатели и продавцы реального (наличного) товара по своему желанию могли бы одновременно принимать участие в соответствующих биржевых торгах в качестве клиентов или участников. Это повышает доверие к бирже, привлекает к ней рыночных спекулянтов, увеличивая число торгующих как непосредственно, так и через посредников.

Функция хеджирования основывается на использовании механизма биржевой торговли фьючерсными контрактами. Суть этой функции состоит в том, что торговец-хеджер (т.е. тот, кто страхуется) должен стать одновременно и продавцом товара, и его покупателем. В этом случае любое изменение цены его товара нейтрализуется, так как выигрыш продавца есть одновременно проигрыш покупателя и наоборот. Такая ситуация достигается тем, что хеджер, занимая, например, позицию покупателя на обычном рынке, должен занять противоположную позицию, в данном случае продавца, на рынке биржевых фьючерсных контрактов. Обычно производители товара хеджируются от снижения цен на их продукцию, а покупатели – от повышения цен на закупаемую продукцию.

6. Спекулятивная биржевая деятельность. Это форма коммерческой деятельности на бирже, имеющая целью получение прибыли от игры на разнице в ценах купли-продажи биржевых товаров. Спекулятивная функция биржи неразрывно связана с ее функцией хеджирования. Риск, от которого избавляется хеджер на бирже, принимает на себя спекулянт. Спекулянт – это не обязательно профессиональный биржевик. Это любое лицо, компания, которые желают получить прибыль, действуя по принципу: «купить дешевле, продать дороже».

7. Функция гарантирования исполнения сделок. Достигается с помощью биржевых систем клиринга и расчетов. Для этого биржа использует систему безличных расчетов, зачет взаимных требований и обязательств участников торгов, а также организует их исполнение.

8. Информационная функция биржи. Биржа предоставляет в средства массовой информации многочисленные данные о биржевых ценах, компаниях, торгующих на бирже, о рыночной конъюнктуре, прогнозах по различным рынкам и т.д. Информационная деятельность современной биржи настолько значительна, что до 30% своих доходов в развитых странах биржи получают от продажи биржевой информации.

2.3. ВИДЫ БИРЖ

Изучению особенностей работы бирж, их структуры, состава органов управления помогает их классификация, т.е. объединение в определенные группы, соответственно выбранному признаку классификации. (Под признаком классификации следует понимать характерные, отличительные особенности, присущие биржам, которые позволяют объединять их в определенные группы.) Признаками классификации бирж являются:

- вид биржевого товара;
- принцип организации (роль государства в организации биржи);
- правовое положение (статус биржи);
- участники биржевых торгов;
- состав товаров, являющихся объектом биржевого торга;
- место и роль в международной торговле;
- сфера деятельности;
- преобладающий вид биржевых сделок.

1. В мировой практике в зависимости от вида биржевого товара принято выделять товарные (товарно-сырьевые), фондовые, валютные биржи. В России товарную биржу рассматривают как организацию с правами юридического лица, «формирующую оптовый рынок путем организации и регулирования биржевой торговли, осуществляемой в форме гласных публичных торгов, проводимых в заранее определенном месте и в определенное время по установленным ею правилам».*

* Закон РФ «О товарных биржах и биржевой торговле» от 20 февраля 1992 г., – Р1. Ст.2.- П 1.

Создание акционерных обществ, рост выпуска предприятиями акций, использование государством ценных бумаг для долгосрочного инвестирования и финансирования государственных программ и долга приводят к появлению интенсивно расширяющегося рынка ценных бумаг и вызывают необходимость регулирования их движения со стороны государства. По мере формирования рынка ценных бумаг возникает необходимость в учреждении специальных органов, в основные функции которых включают организацию торгов, контроль и регулирование оборота ценных бумаг и движения имущества и др. Такими органами являются фондовые биржи, существование которых обусловлено мировой практикой функционирования финансовых рынков.

Фондовые биржи заменяют громоздкую, затратную и неэффективную иерархическую, вертикальную систему отраслевого перераспределения финансовых ресурсов. Поэтому фондовая биржа представляет собой постоянно действующий регулируемый рынок ценных бумаг. Она создает возможности для мобилизации финансовых ресурсов и их использования при долгосрочном инвестировании, производства, государственных программ и долга.

В России *фондовую биржу* считают *организатором торговли*, являющимся некоммерческим партнерством, осуществляющим свою деятельность на основании лицензии фондовой биржи.* В отличие от других стран в России торговлю ценными бумагами активно ведут как товарные, так и валютные биржи, в составе которых для этого создаются *фондовые отделы*. Согласно *Федеральному закону «О рынке ценных бумаг»* они признаются фондовыми биржами и к ним предъявляются те же требования, что и к фондовым биржам за исключением вопросов создания и организационно-правовой формы. За рубежом современные фондовые биржи превратились не только в органы, регулирующие национальные финансовые рынки стран, где они размещаются, но и в организации, определяющие формы, направления и характер развития международных хозяйственных связей.

*Временное положение о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг Утверждено постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг 19 декабря 1996 г № 23.

Для организации и обслуживания рынка иностранной валюты создаются специальные *валютные биржи*, которые в силу своей специфики и роли на современном этапе наиболее жестко контролируются со стороны государства (в лице Банка России) в отличие от других видов бирж. Мировой опыт свидетельствует, что торговля валютой объединяется с торговлей ценными бумагами и проводится на фондовых биржах.

Основное количество бирж, возникших в России в 1990-1991 гг., пришлось на товарные и товарно-фондовые. Чисто фондовых и валютных бирж практически не было.

Товарные биржи преобладают и в настоящее время. На 1 марта 1997 г. лицензию на организацию биржевой торговли в комиссии по товарным биржам получили 84 товарные биржи, из них в Москве – 25, в Санкт-Петербурге – 4, в 8 городах России по 2 биржи.

Фондовых бирж насчитывается около 20, а валютных – 8. Наиболее активные торги ценными бумагами проводятся на московских фондовых биржах, в Санкт-Петербурге, Ростове-на-Дону, Самаре, Нижнем Новгороде, Новосибирске, Владивостоке, Екатеринбурге, Челябинске и Саратове.

Из валютных бирж самая крупная Московская межбанковская валютная биржа (МТФБ). Однако она проводит торги не только валютой, но и государственными и корпоративными ценными бумагами. В 1997 г. МТФБ получила лицензию комиссии по товарным биржам на право проведения торгов с фьючерсными контрактами (на право создания секции срочного рынка).

2. По принципу организации (роли государства в создании бирж) за рубежом различают три вида бирж:

- *публично-правовые (государственные биржи);*
- *частно-правовые (частные биржи);*
- *смешанные биржи.*

Биржи, носящие публично-правовой характер, контролируются государством и создаются на основе Закона о биржах. Членом такой биржи может стать любой предприниматель данного района, занесенный в торговый реестр и имеющий определенный размер оборота. Лица, не являющиеся членами биржи, также допускаются к совершению сделок согласно приобретаемым ими разовым билетам.

Такие биржи распространены в Европе (Франции, Бельгии, Голландии).

Биржи, имеющие частно-правовой характер, присущи Англии, США. На эти биржи открыт доступ только узкому кругу лиц, входящих в биржевую корпорацию. Число членов таких бирж ограничено. Биржи этого вида, как правило, являются паевыми обществами. Их уставный капитал делится на определенное количество паев (сертификатов). Каждый член биржи должен быть владельцем хотя бы одного пая (сертификата), который дает ему право заключать сделки в помещении биржи.

Смешанные биржи также характерны для континентальной Европы. Наибольшее распространение они получили среди фондовых бирж. Например, Венская фондовая биржа. Для таких бирж характерно то, что в руках государства находится часть акций биржи (если она создана в форме акционерного общества), что дает ему право направлять в органы управления представителей исполнительной власти и таким образом контролировать деятельность биржи.

Исторически биржи в России имели статус публично-правового института, находящегося под контролем или в непосредственном ведении специальных государственных органов управления. Такой статус российских бирж обуславливался неразвитостью торгово-посреднической деятельности в то время и недостатком крупных частных капиталов, способных обеспечить нормальное функционирование создаваемых бирж.

При организации бирж в России в 1990-1991 гг была сделана попытка придать им статус частно-правового института, в деятельности которой велика роль самоорганизации и самоуправления биржевого сообщества. Биржи создавались не как государственные организации, занимающие определенное место в иерархии государственного управления по типу органов бывшего Госснаба, а как акционерные общества, хотя в первые годы своего существования они использовали государственную собственность. Российские биржи относят к частным в силу того, что они руководствуются наряду с официальным законодательством собственными правилами самоуправления, устанавливающими обязанность Биржевого совета (комитета) отчитываться только перед Общим собранием ее членов, которое признается высшим органом управления биржей.

3. Созданные биржи в основном регистрировались как акционерные общества или товарищества с ограниченной ответственностью.

На периферии биржи учреждались как товарищества (общества) с ограниченной ответственностью (Воркутинская товарная биржа, Алтайская товарная биржа, Приволжская товарно-сырьевая биржа, Кузбасская международная товарно-сырьевая биржа и т.д.), что объяснялось уровнем деловой и экономической культуры, традициями, а также отсутствием жесткой правовой основы, регламентирующей их создание и функционирование. Это предоставляло учредителям биржи большую свободу при подготовке необходимых документов, позволяло

заложить такой механизм управления и распределения прибыли, который в наибольшей степени устраивал бы их. Учредителей привлекало и то, что биржа в форме товарищества могла быть зарегистрирована в местных органах власти. Отдельные биржи регистрировались как частные индивидуальные предприятия (например, биржа «Алиса»).

По мере развития биржевой торговли все более проявлялся некоммерческий характер бирж. Поэтому менялась их организационно-правовая форма. В настоящее время только валютные биржи остаются акционерными обществами, товарные биржи преимущественно избирают форму некоммерческой ассоциации, а фондовые – в законодательном порядке должны иметь форму некоммерческого партнерства.

4. По форме участия посетителей в торгах биржи могут быть закрытыми и открытыми.

В торгах на закрытых биржах принимают участие ее члены, выполняющие роль биржевых посредников, поэтому доступ непосредственных покупателей и продавцов в биржевой зал закрыт. Современные биржи за рубежом в основном являются закрытыми, так как биржевая торговля связана с высокими рисками и требует высокого профессионализма.

В торгах на открытых биржах кроме постоянных членов и биржевых посредников могут принимать участие и посетители. При этом открытые биржи бывают двух типов:

- чисто («идеально») открытая биржа, на которой контрагентов не обязывают пользоваться услугами посредников. Их может и не быть, так как на таких биржах обеспечивается свободный доступ в биржевое кольцо продавцов и покупателей, т.е. она характеризуется прямыми связями производителей и потребителей (продавцов и покупателей);
- открытая биржа смешанного типа, на которой непосредственно с продавцами и покупателями сделки могут заключать две группы посредников:
 - а) брокеры, работающие от имени и за счет клиента;
 - б) дилеры, осуществляющие операции на бирже от своего имени и за свой счет,

Степень открытости бирж непосредственно связана с ее торговой стратегией. Чаще всего открытость биржи используется в рекламных целях или для оживления торгов. К тому же открытость бирж можно объяснить неразвитостью биржевого механизма, позволяющего участвовать в торгах непрофессиональным участникам биржевого рынка.

Совершенствование биржевой торговли приводит к более закрытому характеру деятельности, ориентирует на рост профессионализма, формирование деловых связей на основе взаимного доверия между торгующими, для которого необходимы ограничение числа случайных посетителей и постоянная совместная работа на бирже. Кроме того, закрытый характер биржи соответствует ее концепции как организации (ассоциации) торгующих (по средников), создаваемой для обеспечения торговли и удовлетворения их интересов, а не для привлечения инвестиционного капитала. Поэтому для биржи, защищающей интересы торговли, закрытый характер более предпочтителен.

В настоящее время в России валютные и фондовые биржи являются закрытыми, а товарные могут быть как закрытыми, так и открытыми, хотя в соответствии с уставом большинство товарных бирж относится к закрытым

5. По номенклатуре товаров, являющихся объектом биржевого торга они подразделяются на универсальные (общего типа) и специализированные. Такое деление бирж преимущественно используется для классификации товарных бирж.

На универсальных биржах ведутся торги по широкому кругу разнообразных товаров.

Специализированные биржи имеют товарную специализацию или специализацию по группам товаров. Среди них выделяют биржи широкого профиля и узкоспециализированные.

При создании товарных бирж прослеживалась тенденция к их специализации, что было особенно характерно для бирж, создаваемых в местах наибольшей концентрации промышленного производства.

Суть специализации сводится к тому, что на биржи или в ее специализированные секции привлекаются непосредственные производители и потребители той или иной товарной группы. Так достигается высокая степень концентрации соответствующего товара на бирже и увеличивается биржевой торговый оборот.

Товарные биржи, возрождавшиеся в России, являлись преимущественно универсальными. Это объективно было связано с необходимостью максимальной концентрации товаров в условиях ограниченного рыночного объема товарных ресурсов. Однако по мере развития биржевой торговли потребовалась специализация товарных бирж. При этом она зависела от ряда факторов:

- а) места возникновения биржи;
- б) учредителей и членов биржи, а также взаимосвязей между ними.

В настоящее время из 84 зарегистрированных товарных бирж 11 специализируются на торговле продукцией агропромышленного комплекса, 9 – на торговле металлом.

Как показывает мировая практика, преимуществами специализированных бирж являются: снижение издержек торговли, ослабление диктата монополизированных производителей, выявление цены, на которую могут ориентироваться продавцы и покупатели (производители и потребители), квалифицированная отработка биржевого стандарта, а затем фьючерсного контракта на продукт специализации биржи.

6. В зависимости от места и роли бирж в мировой торговле, выполняемых функций и ориентации на рынок их принято делить на международные национальные.

Международные биржи представляют собой особый вид постоянно действующего оптового рынка, охватывающего несколько государств, на котором совершаются сделки купли-продажи на определенные биржевые товары.

Международные биржи обслуживают конкретные мировые товарные и фондовые рынки. В работе таких бирж могут участвовать представители деловых кругов разных стран. Отличительными особенностями международных бирж являются обеспечение свободного перевода прибыли, получаемой по биржевым операциям, а также заключение

спекулятивных (арбитражных) сделок, которые дают возможность получения прибыли на разнице котировальных цен на биржах разных стран. Страны, где расположены международные биржи, должны соблюдать соответствующий валютный, торговый и налоговый режимы, обеспечивающие их деятельность. Международные биржи подразделяются на товарные, фондовые и валютные.

Международные товарные биржи в основном сосредоточены в трех странах: Англии, США и Японии. На долю этих стран в 90-х годах приходилось 98% всего международного биржевого оборота. К международным товарным биржам относят: в Англии – Лондонскую биржу ФОКС (Фьючерс энд Опшнс эксчейндж), Лондонскую биржу металлов и др.; в США – биржи, расположенные в Нью-Йорке и Чикаго; в Японии – биржи, совершающие сделки с товарами, обращающимися на мировом рынке. Международными товарными биржами считают и некоторые биржи, обслуживающие региональные рынки, на которых совершаются сделки по отдельным видам товаров, например, Виннипегская (США), Парижская, Сиднейская, Сянганская (Гонконгская) биржи.

К *международным фондовым биржам* относят Нью-Йоркскую, Лондонскую, Токийскую фондовые биржи.

Национальные биржи действуют в пределах одного отдельно взятого государства, учитывают особенности развития производства, обращения и потребления товаров, присущие данной стране. Валютный, налоговый и торговый режимы данного государства препятствуют проведению арбитражных сделок и участию в биржевой торговле лиц и фирм – нерезидентов страны местонахождения биржи.

Тногие из бирж, действующих в России, называются международными (например, Московская международная фондовая). Думается, в настоящее время в нашей стране подобные учреждения считать международными нельзя, так как ни валютный, ни торговый и налоговый режимы, действующие сейчас в России, не обеспечивают свободного перемещения прибыли, получаемой в процессе биржевой торговли. А участие в торгах или даже в составе членов отдельных иностранных компаний не дает основания относить такие биржи к международным.

7. В зависимости от сферы деятельности биржи в нашей стране можно условно разделить на центральные (столичные), межрегиональные и региональные (локальные). Российские биржи, их размещение и характер деятельности почти не ориентируются на региональные особенности товарных и фондовых рынков, экономическое районирование страны.

8. По характеру заключаемых биржевых сделок мировая практика выделяет следующие виды бирж:

- реального товара;
- фьючерсные;
- опционные;
- смешанные.

Биржа реального товара характерна для начального этапа биржевой торговли, ее отличительными чертами считают регулярность возобновления торга, приуроченность торговли к определенному месту и подчиненность установленным правилам, торговлю массовыми, однородными, сравниваемыми по качеству товарами. На биржах реального товара совершение сделок осуществляется при отсутствии товара как такового на основе его описательной характеристики. При этом имеют место встречные предложения покупателей и продавцов. Самой существенной чертой биржи реального товара являются обязательная поставка и получение товара после проведения торгов, т.е. фактическая смена собственника и перемещение проданного товара от продавца к покупателю.

В настоящее время за рубежом биржи реального товара сохранились лишь в некоторых странах и имеют незначительные обороты. Они представляют собой, как правило, одну из форм оптовой торговли товарами местного значения, рынки которых отличаются низкой концентрацией производства, сбыта и потребления или создаются в развивающихся странах в попытке защитить национальные интересы при экспорте важнейших для этих государств товаров. Считают, что в экономически развитых странах бирж реального товара почти не осталось, хотя во всех западноевропейских государствах до сих пор существуют товарные биржи, объединяющие торговцев, посредников, транспортные и перерабатывающие фирмы. Сегодня эти биржи занимаются в основном разработкой типовых контрактов, а также сбором информации о рынках реальных товаров.

Расширение биржевой торговли привело к созданию бирж нового типа *фьючерсных бирж*. Их образование отражает превращение биржи из рынка реального товара в рынок прав на товар. Основными признаками фьючерсной торговли являются:

- фиктивный характер сделок;
- связь с рынком реального товара через страхование (хеджирование), а не через поставку товара;
- заранее строго определенная и унифицированная, лишенная каких-либо индивидуальных особенностей, потребительная стоимость товара, согласованное количество которого отражается в биржевом контракте, который ста. новится объектом торговли и представляет собой право на товар;
- полная унификация условий поставки товара;
- обезличенность сделки и заменимость ее контрагентов, обеспечиваемая Расчетной палатой биржи.

Фьючерсные биржи являются своеобразными финансовыми институтами обслуживающими торговлю. Чаще всего они создаются в местах наибольшей концентрации денежных ресурсов, т.е. в ведущих финансовых центрах.

Без банковского кредитования, достаточной массы свободных денежных средств фьючерсная торговля невозможна. Превращение биржи из рынка товаров в рынок прав на товары, из рынка реального товара в рынок фиктивного капитала – это неотъемлемая часть процесса усиления финансового капитала.

Будучи специфическим финансовым институтом, обслуживающим потребности фондовых, валютных и товарных рынков, фьючерсная биржа представляет собой рынок цен соответствующих товаров и оказывает существенное влияние и на биржевые котировки, и на фактические цены конкретных сделок с реальным товаром (через хеджирование), и в конечном счете на конкурентоспособность фирм.

Фьючерсная биржа как финансовый институт дополняет и удешевляет банковское кредитование фирм на

стадии реализации и последующего хранения товара.

Опционные биржи также играют большую роль в мировой экономике. Они используются для усиления страхования участников биржевой торговли, так как дают возможность покупателям опционов ограничить возможные убытки при заключении биржевых сделок.

Если фьючерсные биржи возникли уже давно (в США они активно работают с 1865 г.), то опционные биржи появились совсем недавно (в 80-х годах XX в.) Поэтому на многих биржах могут заключаться как фьючерсные, так и опционные сделки (Лондонская биржа ФОКС). Для российских бирж возможно заключение на одной бирже всех видов сделок: с реальным товаром, фьючерсных и опционных. Поэтому их можно отнести к смешанным биржам.

На 1 марта 1997 г. в России зарегистрированы биржа опционов и фьючерсов в Москве, Санкт-Петербургская фьючерсная биржа, секция срочных контрактов на Московской межбанковской валютной бирже. Торговлю фьючерсами и опционами проводят и другие биржи (например, Российская биржа, Московская центральная фондовая биржа, Московская финансово-фьючерсная биржа, Сибирская фондовая биржа и др.). Виды бирж можно представить следующим образом (табл. 2.1).

Таблица 2.1

Признак классификации	Виды бирж	Разновидности бирж
1. Виды биржевого товара	фондовые, товарные, валютные	товарно-сырьевые, товарно-фондовые
2. Роль государства в организации биржи (принцип организации)	публично-правовые (государственные), частно-правовые (частные), смешанные	
3. Участники биржевых торгов	закрытые, открытые	идеально открытые, открытые смешанного типа
4. Состав товаров, являющихся объектом биржевого торга	универсальные, специализированные	узкоспециализированные, широкой специализации
5. Тесто и роль в международной торговле	международные, национальные	

Признак классификации	Виды бирж	Разновидности бирж
6. Сфера деятельности	центральные (столичные), межрегиональные, региональные (локальные)	
7. Преобладающий вид биржевых сделок	биржи реального товара, фьючерсные, опционные, смешанные	

2.4. БИРЖА И ОРГАНИЗАЦИИ БИРЖЕВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ

Значение биржи в настоящее время возрастает, ее рассматривают как институт ценообразования и организатора торгов биржевым товаром. Особенно ярко это проявляется по отношению к фондовой бирже, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг установила определенные требования к фондовой бирже как организатору торгов в соответствии с *Законом «О рынке ценных бумаг»*.

Организатором торговли на рынке ценных бумаг считается юридическое лицо, профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий непосредственную деятельность по организации торговли на рынке, т.е. предоставление услуг, способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами. В России к числу организаторов торгов относят прежде всего фондовые биржи, а также организаторов внебиржевой торговли. Как фондовая биржа, так и организатор внебиржевой торговли свою деятельность в качестве организатора торгов могут осуществлять только при наличии соответствующих лицензий. Они выдаются на срок, установленный Федеральной комиссией. Она имеет право приостанавливать действие лицензии или аннулировать ее. Существует возможность продления лицензии согласно актам Федеральной комиссии. За выдачу лицензии фондовой биржи и лицензии на осуществление деятельности в качестве организатора внебиржевой торговли на рынке ценных бумаг взимается единовременный сбор. Размер установлен законодательством РФ и зачисляется в доход федерального бюджета.

Выполняя роль организатора торговли, фондовая биржа создается, как определено законом, в форме некоммерческого партнерства, а организатор внебиржевой торговли имеет возможность установить свою организационно-правовую форму самостоятельно. Организатор торговли свою деятельность осуществляет как исключительную, поэтому фондовой бирже *запрещается* выступать в качестве организатора внебиржевой торговли.

К организаторам торгов предъявляются следующие требования:

- располагать торговой системой – совокупностью вычислительных средств, программного обеспечения, баз данных, телекоммуникационных средств и другого оборудования, обеспечивающей возможность содержания, хранения, обработки и раскрытия информации, необходимой для заключения и исполнения договоров купли-продажи ценных бумаг;
- организовать систему расчетов по договорам купли-продажи ценных бумаг; такая система может быть создана организатором самостоятельно или эти функции в соответствии с договорными отношениями будет выполнять специализированная организация, имеющая соответствующую лицензию Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФК ЦБ);
- иметь согласованные с ФК ЦБ:

правила организатора торговли, утвержденные уполномоченным органом управления биржи или организатора внебиржевых торгов, регламентирующие порядок заключения, сверки, регистрации и исполнения договоров купли-продажи ценных бумаг в рамках одной системы;

внутренние операционные процедуры, способствующие выполнению правил организатора;

правила проведения листинга и делистинга;

- обладать установленным собственным капиталом.
- число членов организатора торгов должно быть не менее 20;
- вести реестр уполномоченных лиц своих членов.

Организаторы торговли не реже одного раза в год должны подвергаться внешнему аудиту.

Кроме бирж и организаторов внебиржевой торговли необходима биржевая инфраструктура, т.е. определенные организации, являющиеся профессиональными участниками биржевой торговли и обеспечивающие ее нормальное функционирование.

К ним относят депозитарии, регистраторов, клиринговые (расчетные) палаты, информационные агентства, биржевые склады.

Депозитарии. Депозитарий – это юридическое лицо, организация, создающаяся в форме акционерного общества, которая оказывает услуги по хранению ценных бумаг, а также учету прав, которые ими представляются.

Появление депозитария связано с потребностями фондового рынка.

Прежде всего наличие депозитария, обслуживающего конкретную биржу, позволяет ускорить исполнение сделки.

Депозитарий может использоваться и эмитентами, которые с его помощью могут выполнять те обязательства, которые вытекают из имущественных прав ценных бумаг. В российской практике место депозитария на рынке ценных бумаг можно определить так (рис. 2.4);

Основными функциями депозитария являются:

- хранение ценных бумаг;
- учет прав, вытекающих из ценных бумаг (ведение счетов депо на основании депозитарного договора);
- выполнение роли посредника между эмитентом и инвестором.

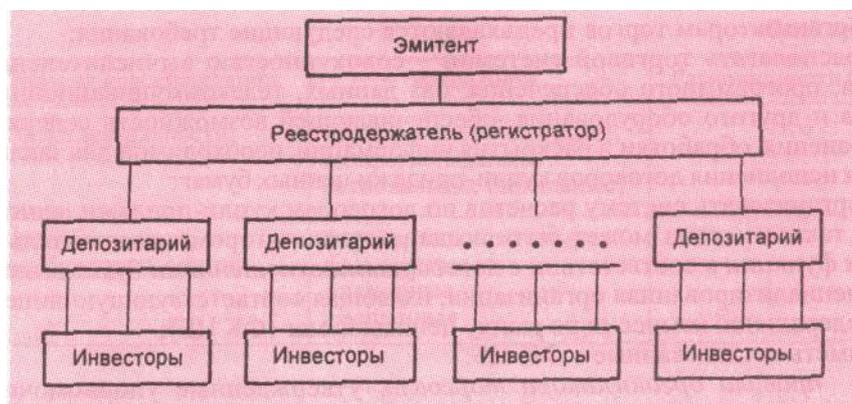


Рис. 2.4

В настоящее время в России институт депозитариев развит достаточно сильно. Функции депозитария могут выполнять коммерческие банки и специализированные депозитарии, для которых депозитарная деятельность является исключительной. Роль депозитария возрастает с появлением паевых фондов, их деятельность регламентируется особо. Депозитарные услуги могут совмещаться с расчетными (клиринговыми). Такие организации

носят название расчетно-депозитарных организаций (РДО) или депозитарно-клиринговые компании (ДКК).

Регистраторы. Учет права собственности на именные ценные бумаги требует наличия специальных организаций – держателей реестра или регистраторов. В России появление таких организаций связано с приватизацией и отождествляется с ведением реестра акционеров. Согласно действующим нормативным документам деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Ею имеют право заниматься только юридические лица, имеющие специальную лицензию Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Она считается исключительной, т.е. не может совмещаться ни с какими другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Реестр акционеров может вести само акционерное общество, но только в том случае, если число акционеров не больше 500. Оно может выступить в качестве учредителя независимого регистратора, но в этом случае его доля в уставном капитале не должна превышать 20%. Чаще всего эмитент заключает договор на ведение реестра с независимым регистратором, причем только с одним.

Реестр владельцев ценных бумаг представляет собой список зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости, категории принадлежащих им именных ценных бумаг, составленный на определенную дату и позволяющий идентифицировать этих владельцев. Реестр необходим эмитенту в первую очередь для выполнения обязательств перед держателями ценных бумаг. Согласно реестру эмитент выплачивает дивиденды, рассылает приглашения на собрания акционеров и т.д. Кроме ведения реестра, среди обязанностей регистратора, которые определяет руководство акционерного общества в зависимости от его особенностей, можно выделить ряд основных:

- хранить информацию об акционерном обществе (о размере его уставного капитала, количестве, номинальной стоимости и категории выпущенных и объявленных акциях и т.д.);
- иметь информацию о владельцах ценных бумаг и номинальных держателях;
- собирать информацию о ценных бумагах каждого их владельца;
- вести учет движения ценных бумаг общества путем внесения изменений в систему ведения реестра;
- выдавать свидетельства, подтверждающие права собственности акционеров на принадлежащие им ценные бумаги;
- содействовать проведению общего собрания акционеров; участвовать в подготовке выплаты дивидендов.

Одна из относительно новых обязанностей регистратора – контроль за крупными сделками, оповещение руководства о лицах, которые по статусу являются аффилированными данному обществу.

Регистратор оформляет блокировку ценных бумаг, связанную с арестом, залогом или другими операциями. При смене владельца регистратор должен выписать сертификат на имя нового владельца и при этом убедиться, что сданный ему для переоформления сертификат действительно принадлежит тому, кто его сдал, а не украден и не находится в розыске.

Регистратор, как правило, является агентом эмитента по выполнению корпоративных действий в отношении ценных бумаг, таких, как сплит, консолидация, конвертация и др.

Через регистратора эмитент вправе передавать сообщения своим инвесторам.

Если регистратор образован на базе банковской структуры, он может выполнять роль платежного агента эмитента.

Ведение реестра акционеров может осуществляться как на бумажных носителях, так и в виде электронной записи. Однако любая форма должна обеспечивать выполнение требований, предъявляемых Положением о деятельности по ведению и хранению реестра.

При этом бумажная форма предпочтительна лишь при небольшом количестве акционеров и отсутствии активного движения ценных бумаг. В этом случае совокупность лицевых счетов принимает вид картотеки, которая хранится в виде отдельных папок, содержит данные о каждом акционере. Структура лицевого счета предельно упрощается – сохраняются только информационная часть и сведения об остатке ценных бумаг. Бумажный реестр общество может вести и в том случае, когда происходят реальные сделки, появляются новые собственники, а другие перестают быть таковыми. Однако если количество сделок возрастает до нескольких десятков тысяч, то возрастает количество трудоемких операций. Следовательно, возрастает и вероятность появления ошибки во внесенной информации.

Электронная форма – относительно новая форма ведения реестра. Она более универсальная и производительная. Выбор этой формы означает использование создания баз данных на магнитных носителях, быстрое осуществление проводок по счетам, введение проверочных операций, осуществляемых без участия оператора. Регистрационная деятельность развивается на фоне постепенной разработки и совершенствования приемов учета, что отражается в выходящих нормативных документах. Поэтому программные продукты, разрабатываемые для регистрационной деятельности, постоянно дорабатываются.

Электронная система ведения реестра при большом количестве операций с ценными бумагами позволяет работать по компьютерной сети нескольким операторам, что существенно упрощает процесс. Однако с введением электронных систем и компьютерных сетей значительно возрос риск несанкционированного доступа и утечки информации. Сейчас разрабатываются и совершенствуются системы защиты реестра.

Для выполнения возложенных функций держатель реестра выполняет следующие виды работ:

- открывает регистрационный журнал записей в хронологическом порядке;
- ведет лицевые счета зарегистрированных лиц и зарегистрированных залогодержателей;
- выдает и аннулирует сертификаты акций в случае их выпуска в документальной форме;
- осуществляет учет и хранение документов, являющихся основанием для внесения записей в реестр акционеров,

включая информацию на электронных носителях;

- обеспечивает ведение системы учета заявлений (запросов), полученных от зарегистрированных лиц и зарегистрированных залогодержателей;
- предоставляет информацию зарегистрированным лицам и обеспечивает им возможность ознакомления с данными реестра.

Структура реестра включает:

- регистрационный журнал;
- лицевые счета зарегистрированных лиц и зарегистрированных залог-держателей;
- журнал выдачи и аннулирования сертификатов акций;
- систему учета и хранения первичных документов – оснований для внесения записей в реестр;
- систему учета заявлений (запросов), полученных от зарегистрированных лиц.

В зарубежной практике роль регистратора выполняют депозитарии или трансфер – агенты. В России трансфер-агенты рассматриваются как помощники регистраторов, в функции которых входят:

- получение, предварительная экспертиза документов для проведения операций в реестре, доставка документов регистратору;
- оформление и выдача сертификатов;
- выдача выписок владельцам;
- регистрация сделок с ценными бумагами;
- доведение до сведения акционеров информации и материалов для проведения общих собраний акционеров;
- гарантии подписи;
- выплата дивидендов.

Трансфер-агентом может быть только юридическое лицо и только профессиональный участник рынка ценных бумаг. Трансфер-агент как профессиональный участник рынка ценных бумаг должен иметь лицензию на осуществление какой-либо деятельности на фондовом рынке (реестродержателя, депозитария, брокера и т.п.). Специальной лицензии на ведение трансфер-агентской деятельности не требуется, поскольку ни один нормативный или законодательный акт не выделяет ее в особый вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и она не рассматривается как лицензируемая.

Совершение биржевых сделок сопровождается не только передачей биржевого актива одним владельцем другому или переучетом прав собственности на них, но и противоположно направленной передачей денег за эти активы от их покупателя к продавцу

Когда речь идет о разовых или немногочисленных сделках, то расчеты по ним производятся обычным путем, как и при сделках купли-продажи других товаров. Однако на современном биржевом рынке, организованном в форме публичных, гласных торгов или на основе компьютерных систем торговли, число сделок и участников торговли очень велико. Поэтому объективно требуется обособление деятельности по расчетам биржевых сделок с образованием специализированных на указанных расчетах организаций.

В практике эти организации могут иметь такие названия, как: Расчетная палата, Клиринговая палата, Клиринговый центр, Расчетный центр и т.п. В общем плане Расчетно-клиринговая организация – это специализированная организация банковского типа, осуществляющая расчетное обслуживание участников биржевого рынка. Ее главными целями являются минимизация:

- издержек по расчетному обслуживанию участников рынка;
- времени расчетов;
- всех видов рисков, которые имеют место при расчетах,

Расчетно-клиринговая организация обычно существует в тех же юридических формах, что и коммерческие банки, но чаще – в форме акционерного общества закрытого типа и должна иметь лицензию центрального банка страны на право обслуживания всех видов расчетных операций на соответствующем биржевом рынке.

Расчетно-клиринговая организация может обслуживать какую-либо одну биржу, а лучше сразу несколько бирж или биржевых рынков ценных бумаг и фьючерсных контрактов. Последний вариант предпочтительнее, так как обычно профессиональные биржевые посредники работают сразу на многих биржах: товарных, фондовых, фьючерсных и других и для них удобнее и выгоднее, если расчетное обслуживание таких рынков ведется в одном месте.

Расчетно-клиринговые организации могут быть не только национальными, но и международными, а в перспективе – всемирными. Это отражает происходящие процессы интернационализации национальных биржевых рынков.

Расчетно-клиринговые организации осуществляют расчетно-клиринговую деятельность, которая, в частности, включает:

- проведение расчетных операций между членами расчетно-клиринговой организации (а в ряде случаев – и другими участниками биржевого рынка);
- осуществление зачета взаимных требований между участниками расчетов или осуществление клиринга;
- сбор, сверку и корректировку информации по сделкам, совершенным на рынках, которые обслуживаются данной организацией;
- разработку расписания расчетов, т.е. установление строгих сроков, в течение которых денежные средства и соответствующая им информация и документация должны поступать в расчетно-клиринговую организацию;
- контроль за перемещением биржевых активов, лежащих в основе биржевых сделок, в результате исполнения контрактов;
- гарантирование исполнения заключенных на бирже контрактов (сделок);

- бухгалтерское и документарное оформление произведенных расчетов.

Расчетно-клиринговая организация – это коммерческая организация, которая работает с прибылью. Ее уставный капитал образуется за счет взносов ее членов. Основные источники доходов складываются из:

- платы за регистрацию сделок;
- доходов от продажи информации;
- доходов от обращения денежных средств, находящихся в распоряжении организации;
- поступлений от продажи своих технологий расчетов, программного обеспечения и т.п.

Расчетно-клиринговые организации занимают центральное место в торговле производными ценными бумагами: фьючерсными контрактами и биржевыми опционами. Без них современный биржевой рынок был бы просто невозможен.

Взаимоотношения между расчетно-клиринговой организацией и ее членами, биржами и другими организациями строятся на основе соответствующих договоров.

Членами расчетно-клиринговой организации обычно являются крупные банки и крупные финансовые компании.

Расчетно-клиринговые организации не имеют права проводить кредитные операции в отличие от коммерческих банков.

Расчетно-клиринговые организации не ограничивают круг своей деятельности только расчетным обслуживанием. Они могут выполнять услуги депозитарного характера и другие услуги по обслуживанию участников биржевого рынка.

2.5. ПОНЯТИЕ, СОСТАВ И ПРИНЦИПЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ БИРЖЕВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Регулирование биржевого рынка или биржевой деятельности – это упорядочение работы на нем его участников и операций между ними со стороны организаций, уполномоченных обществом на эти действия.

Биржа может иметь как внешнее, так и внутреннее регулирование. Внутреннее регулирование – это подчиненность ее деятельности собственным нормативным документам: Уставу, Правилам и другим внутренним нормативным документам, определяющим деятельность данной биржи в целом, ее подразделений и работников. Внешнее регулирование – это подчиненность деятельности биржи нормативным актам государства, других организаций, международным соглашениям.

Регулирование биржевой деятельности осуществляется органами или организациями, уполномоченными и на выполнение функций регулирования.

С этих позиций различают:

- государственное регулирование биржевой деятельности, которое осуществляется государственными органами, в компетенцию которых входит выполнение тех или иных функций регулирования;
- регулирование со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг, или саморегулирование рынка. Здесь возможны два варианта. С одной стороны, государство может передавать часть своих функций по регулированию рынка уполномоченным или отобранным им организациям профессиональных участников биржевого рынка. С другой стороны, последние могут сами договориться о том, что созданная ими организация получает от них самих некие права регулирования по отношению ко всем учредителям или участникам данной биржи или всех бирж;
- общественное регулирование или регулирование через общественное мнение; в конечном счете именно реакция широких слоев общества в целом на какие-то действия на биржевом рынке является первопричиной, по которой начинаются те или иные регулятивные действия государства или профессионалов рынка.

Регулирование биржевого рынка имеет следующие цели:

- поддержание порядка на биржевом рынке, создание нормальных условий для работы всех участников рынка;
- защита участников рынка от недобросовестности и мошенничества отдельных лиц или организаций, от преступных организаций и преступников вообще;
- обеспечение свободного и открытого процесса биржевого ценообразования на основе концентрации спроса и предложения;
- создание эффективного рынка, на котором всегда имеются стимулы для предпринимательской деятельности и каждый риск адекватно вознаграждается;
- создание новых биржевых рынков, поддержка биржевых структур, начинаний и нововведений и т.п.; воздействие на биржевой рынок с целью достижения каких-то общественных целей (например, понижения биржевых цен).

Процесс регулирования на биржевом рынке включает:

- создание нормативной базы его функционирования, т.е. разработка законов, постановлений, инструкций, правил, методических положений и других нормативных актов, которые ставят функционирование рынка на общепризнанную и всеми соблюдаемую основу;
- отбор профессиональных участников биржевого рынка; современный биржевой рынок невозможен без профессиональных посредников, которые должны удовлетворять определенным требованиям по знаниям, опыту и капиталу, устанавливаемым уполномоченными на это регулирующими организациями или органами;
- контроль за соблюдением выполнения всеми участниками рынка норм и правил функционирования рынка; этот контроль выполняется соответствующими контрольными органами;
- систему санкций за отклонение от норм и правил, установленных на бирже; такими санкциями могут быть: устные и письменные предупреждения, штрафы, уголовные наказания, исключение их из членов биржи,

Принципы регулирования биржевого рынка отражают проверенную временем мировую практику биржевого рынка.

Основными из указанных принципов являются:

- разделение подходов к регулированию по отношению к внебиржевым участникам рынка, с одной стороны, и к профессиональным участникам биржевого рынка – с другой.
- максимально возможное раскрытие информации обо всем, что делается на биржевом рынке. Тем самым достигается не только возможность получения участниками рынка информации, необходимой для принятия деловых решений, но возрастает степень доверия к бирже и ее членам;
- обеспечение конкуренции как механизма объективного повышения качества услуг и снижения их стоимости;
- недопущение совмещения нормотворчества и нормоприменения в одном органе управления или регулирования;
- обеспечение гласности нормотворчества, публичное обсуждение проблем рынка;
- принципы преемственности мирового опыта российской системой регулирования биржевого рынка;
- оптимальное распределение функций регулирования биржевой деятельности между государственными и негосударственными органами управления.

Система государственного регулирования биржевого рынка включает:

- государственные и иные нормативные акты;
- государственные органы регулирования и контроля.

Формы государственного управления рынком, которые включают:

- прямое, или административное, управление;
- косвенное, или экономическое, управление.

Прямое, или административное, управление осуществляется путем:

- принятия государством соответствующих законодательных актов;
- регистрации участников рынка;
- лицензирования профессиональной деятельности на биржевом рынке;
- обеспечения гласности и равной информированности всех участников рынка;
- поддержания правопорядка на рынке.

Косвенное, или экономическое, управление биржевым рынком ведется государством через находящиеся в его распоряжении экономические рычаги и капиталы:

- систему налогообложения (ставки налогов, льготы и освобожденные от них);
- денежную политику (процентные ставки, минимальный размер заработной платы и др.);
- государственные капиталы (государственный бюджет, внебюджетные фонды финансовых ресурсов и др.);
- государственную собственность и ресурсы (государственные предприятия, природные ресурсы и земли).

Основные государственные органы непосредственного регулирования биржевой деятельности:

- Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку;
- Федеральная комиссия по товарным биржам;
- Министерство финансов РФ;
- Центральный банк Российской Федерации.

Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку напрямую регулирует деятельность фондовых бирж, Федеральная комиссия по товарным биржам осуществляет регулирующие функции по отношению к товарным биржам и фьючерсной торговле. Центральный банк регулирует деятельность валютных бирж.

Министерство финансов устанавливает правила бухгалтерского учета, осуществляет выпуск государственных ценных бумаг и регулирует их обращение на биржах.

Основные законодательные акты, которыми регулируется российский биржевой рынок:

- *Основы гражданского законодательства, части 1 и 11 (1995-1996 гг.);*
- *Закон «О банках и банковской деятельности» (1990 г.);*
- *Закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (1995 г.);*
- *Закон «О товарных биржах и биржевой торговле» (1992 г.);*
- *Закон «О валютном регулировании и валютном контроле» (1992 г.);*
- *Закон «О государственном внутреннем долге Российской Федерации» (1992 г.);*
- *Закон об акционерных обществах (1996 г.);*
- *Закон о рынке ценных бумаг (1996 г.);*
- *Указы Президента по развитию рынка ценных бумаг;*
- *Постановления Правительства Российской Федерации, относящиеся к регулированию рынка государственных ценных бумаг.*

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- биржа
- функция биржи
- классификация бирж
- инфраструктура рынка
- регулирование биржевой деятельности

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Дайте определение бирже.
2. Охарактеризуйте составные элементы понятия биржи,
3. Охарактеризуйте основные этапы эволюции биржи.
4. Перечислите основные функции биржи.
5. Дайте определение товарной, фьючерсной и валютной биржам.
6. Чем отличаются частные биржи от государственных? К каким биржам по принципу организации следует отнести российские биржи?
7. Какую организационно-правовую форму могут иметь биржи в России?
8. Что понимают под открытой и закрытой биржей?
9. Что отличает специализированную биржу от универсальной?
10. Перечислите основные черты, присущие международным и национальным биржам.
11. Охарактеризуйте биржи реального товара, фьючерсные и опционные.
12. Кто может выступать в качестве организатора торговли ценными бумагами? В чем заключаются основные требования, предъявляемые к организаторам?
13. Дайте характеристику депозитарной деятельности и депозитарию,
14. Охарактеризуйте основные виды работ, выполняемые держателями реестров,
15. Для чего существуют расчетно-клиринговые организации?
16. Какие цели преследует регулирование биржевой деятельности?
17. Кем может осуществляться регулирование биржевой деятельности?

ГЛАВА III БИРЖЕВОЙ ТОВАР

3.1. ПОНЯТИЕ И СОСТАВ БИРЖЕВОГО ТОВАРА

Биржевой товар – это товар, являющийся объектом биржевой торговли. Не любой из числа существующих в экономике товаров может продаваться и покупаться на бирже, а лишь тот, который отвечает определенным требованиям. Каким именно? Для того чтобы ответить на этот вопрос, вспомним описанные ранее характерные черты биржевой торговли

Во-первых, биржевая торговля ведется в отсутствие товара. Следовательно, продаваемый и покупаемый на бирже товар должен быть стандартным, т.е. отвечать установленным требованиям по качеству и иным параметрам, предусмотренным действующим законодательством. Стандартизация биржевых товаров делает их взаимозаменяемыми в пределах определенных групп и видов товаров.

Во-вторых, на биржах торгуют крупными партиями товаров. Это означает, что биржевой товар характеризуется массовостью: выпускается в большом объеме большим числом производителей и предназначается для широкого круга потребителей.

В-третьих, биржевая торговля характеризуется свободным ценообразованием. Поэтому к биржевым товарам могут быть отнесены лишь те товары, цены на которые свободно устанавливаются в соответствии со спросом и предложением и имеющей место конкуренцией.

В мировой практике выделяются следующие основные классы биржевых товаров:

- вещественные товары;
- ценные бумаги;
- иностранная валюта.

В каждом из названных классов также не вся масса производимых товаров может стать объектом биржевой торговли, а лишь те товары, которые отвечают перечисленным выше требованиям:

- являются массовыми;
- стандартны и взаимозаменяемы;
- цены на которые формируются свободно.

С развитием биржевой торговли перечень биржевых товаров усложняется и множится, в первую очередь это относится к классу ценных бумаг. С появлением фьючерсных контрактов на индексы фондового рынка и процентных фьючерсов перечень классов биржевых товаров можно было бы увеличить на два, а именно добавив:

- сводные индексы биржевых цен;
- процентные ставки по государственным облигациям.

Сводный индекс биржевых цен по группе биржевых товаров или по всем товарам, продаваемым на данной бирже, есть идеальный биржевой товар, поскольку для него нехарактерны никакие ограничения, свойственные перечисленным ранее классам биржевых товаров. Индекс цен – это число, отражающее состояние цен на целый ряд биржевых товаров безотносительно к конкретным видам самих этих товаров. Торговля индексом основана на прогнозировании изменения цен рынка в целом, а не цены одного товара.

То же самое относится и к процентным ставкам по государственным облигациям, которые не являются заранее фиксированными. Технология биржевой торговли индексами цен и процентными ставками ничем принципиально не отличается от технологии биржевой торговли другими производными инструментами. Поэтому в настоящем учебнике мы ограничимся рассмотрением трех классов биржевых товаров: вещественных товаров, ценных

3.2. ХАРАКТЕРИСТИКА БИРЖЕВОГО ТОВАРА ТОВАРНЫХ БИРЖ

Объектом торговли на товарных биржах являются вещественные или собственно товары.

Закон РФ «О товарных биржах и биржевой торговле» определяет биржевой товар как «не изъятый из оборота товар определенного рода и качества, в том числе стандартный контракт и коносамент на указанный товар, допущенный в установленном порядке биржей к биржевым торгам».*

* Закон РФ «О товарных биржах и биржевой торговле» утвержден 20.02.92. – Ст. 6. – П. 1,

Характерными чертами вещественного биржевого товара являются:

- массовый характер производства и потребления;
- стандартизируемость;
- хорошая сохраняемость;
- транспортабельность;
- независимость качественных характеристик товара от конкретного потребителя;
- колеблемость цен под влиянием природных, сезонных, политических и иных факторов

В мировой практике на товарных биржах обращаются примерно 70 видов товаров. Это – товары, прошедшие лишь первичную переработку, т.е. сырье и полуфабрикаты. Они делятся на две крупные группы:

а) сельскохозяйственные и лесные товары и продукты их переработки (порядка 50 видов):

- зерновые (пшеница, кукуруза, овес, ячмень, рожь);
- маслосемена (льняное, хлопковое семя, соя, бобы, соевое масло, шрот);
- живые животные и мясо (крупный рогатый скот, свиньи, мясо окорока);
- текстильные товары (хлопок, джут, шерсть, натуральный и искусственный шелк, пряжа, лен);
- пищевкусовые товары (сахар, кофе, какао-бобы, растительные масла, картофель, перец, яйца, арахис, концентрат апельсинового сока);
- лесные товары (пиломатериалы, фанера);
- натуральный каучук;

б) минеральное сырье и полуфабрикаты (порядка 15-20 видов):

- цветные металлы (медь, олово, цинк, свинец, никель, алюминий и др.);
- драгоценные металлы (серебро, золото, платина и др.);
- товары нефтяного комплекса (нефть, газ, бензин, мазут и др.).

Состав биржевого товара российских товарных бирж еще не сформировался полностью. В первые годы после возрождения на товарных биржах не было никакого ограничения по составу товара. По мере развития биржевой торговли к составу реального товара стали предъявляться определенные требования. К 1997 г основным биржевым товаром стали нефть и продукты ее переработки, черные и цветные металлы, продукция агропромышленного комплекса.

К отличительным свойствам товара, продаваемого на товарных биржах, наряду с массовым характером его производства и потребления, свободным установлением цен, относится его качество. К качеству биржевого товара предъявляются особые требования.

Как известно, качество продукции – это совокупность характеристик объекта, относящихся к его способности удовлетворять установленные и предполагаемые потребности.

Качество товара зависит от физических, химических и биологических свойств, а также от соответствия товара функциональным, эстетическим, эргономическим, экономическим и другим требованиям. Каждый вид товара можно характеризовать с точки зрения его свойств, качества и показателей качества. Однако товар может обладать полезными свойствами, но не иметь высокого качества. В связи с этим биржевая торговля предъявляет жесткие требования к информации о качестве товара. Такими требованиями являются:

- полнота информации;
- ее достоверность;
- единство в оценке качества товара всех участников биржевой торговли.

В настоящее время существует множество источников информации о качестве продукции, но наиболее употребляемые для биржевой торговли следующие: рекламные данные о товаре, экспертные заключения обществ и союз потребителей, стандарты.

Рекламная информация о качестве продукции в биржевой торговле играет важную роль, так как преследует цель: показать основные преимущества данного товара по сравнению с аналогичным или привлечь внимание широкого потребителя к новому товару. Однако в рекламной информации качество товара, как правило, выражено не количественной мерой свойств продукта, а словесными, характеристиками. Поэтому рекламная информация о качестве товара не может быть полной.

Экспертные заключения обществ и союзов потребителей о качестве товара решают следующую задачу – предупредить потребителей об опасностях, связанных с приобретением и использованием какого-либо конкретного продукта, поскольку достаточно подробно и объективно характеризуют его негативные свойства. Вместе с тем необходимо отметить, что заключение обществ потребителей и их союзов в большинстве своем содержат данные с показателей качества, которые ранее не были известны ни покупателю, ни продавцу, или же противоречат

информации, распространяемой производителем товара. Поэтому только заключения обществ и союзов потребителей о качестве товаров не могут быть положены в основу заключения торговых сделок, но учитывать их как при покупке, так и при продаже товаров нужно.

Наиболее полную и достоверную информацию о качестве продукции содержат стандарты, большинство из которых (около 80%) регламентируют требования к продукции, их еще называют стандарты или технические условия. Назначение стандартов – законодательное установление перечня свойств продукции и количественного значения показателей этих свойств, а также наличие стандартных требований к качеству группы однородной продукции. Таким образом, из всех рассмотренных источников информации о качестве продукции по полноте, достоверности, доступности для понимания при осуществлении торговли на товарных биржах наилучшими являются стандарты вида технических условий.

Тем не менее для снижения риска неисполнения биржевых операций информации о качестве продукции, содержащейся в стандартах, недостаточно, поскольку биржа несет ответственность перед клиентами не за информацию о товаре, а за сам товар, его количество и качество. Для того чтобы биржа была уверена в адекватности товара, необходимо проводить экспертизу этого товара. Одной из форм экспертизы, все более широко используемой во всем цивилизованном мире, является сертификация продукции и систем качества на предприятиях, производящих товар. В настоящее время сертификация продукции стала весьма действенным инструментом управления качеством и фактором, укрепляющим уверенность продавцов, покупателей и потребителей в качестве товара.

Таким образом, при оценке качества биржевого товара следует ориентироваться на:

- информацию о качестве, заключенную в стандартах и других нормативно-технических документах;
- сертификацию продукции как средство квалифицированного и обоснованного определения соответствия качества продукции требованиям стандартов и контрактов;
- сертификацию систем качества как средство подтверждения способности изготовителя обеспечивать высокое качество продукции и стабильность его производства.

Очень часто товары теряют свои качества и обесцениваются из-за нарушения правил упаковки, неправильного хранения, транспортирования, когда под воздействием различных внешних факторов – механических, климатических, биологических и других – происходят количественные и качественные изменения.

В таких случаях необходимо провести входной контроль качества продукции при поступлении ее на биржевой склад. При этом определяют:

- соответствие товарных качеств действующим государственным стандартам;
- снижение сортности товаров в процессе транспортировки и хранения;

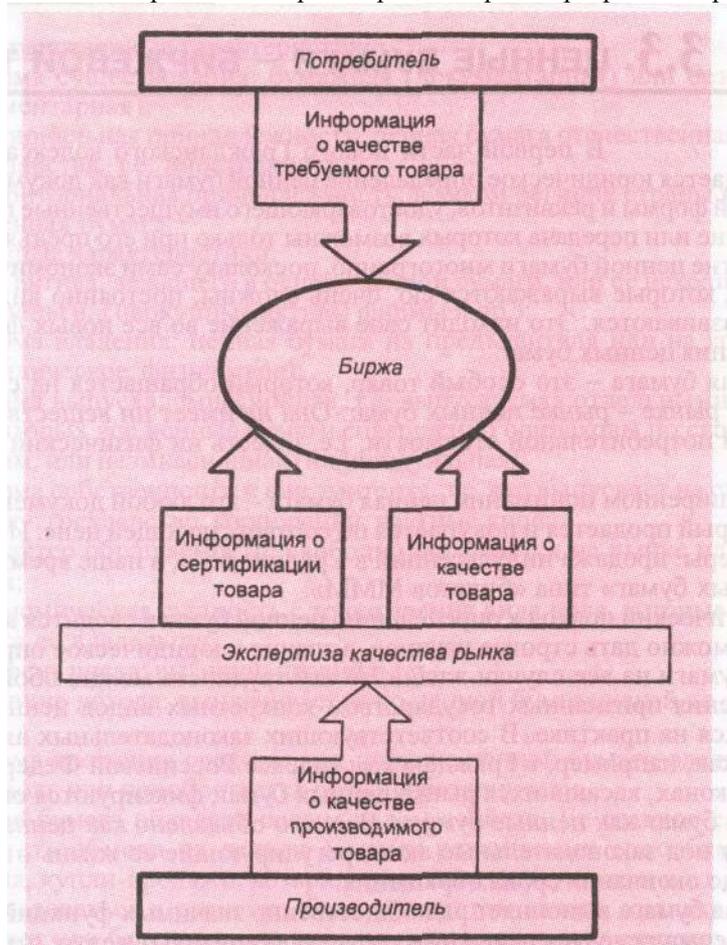


Рис. 3.1. Информационные потоки о качестве и сертификации, необходимые для совершения сделки на бирже

- соответствие качества товара преysкурантной или договорной цене;

- правильность уценки и переоценки товаров;
- размеры естественной убыли;
- причины брака товаров;
- правильное наименование товара, назначение и соответствие маркировке и сопроводительным товарно-транспортным документам.

Весьма важно получить информацию о фактическом состоянии продукции и сопоставить ее с заранее установленными требованиями международных, национальных и государственных стандартов.

Для определения качества биржевого товара необходимы собственные структуры биржи – испытательные лаборатории, имеющие аккредитацию в Системе сертификации Госстандарта РФ. На рис. 3.1 изображено распределение в рыночной среде информационных потоков о качестве и сертификации товара.

3.3. ЦЕННЫЕ БУМАГИ – БИРЖЕВОЙ ТОВАР

В первой части нового Гражданского кодекса РФ (статья 142) дается юридическое определение ценной бумаги как документа установленной формы и реквизитов, удостоверяющего имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

Понятие ценной бумаги многогранно, поскольку сами экономические отношения, которые выражаются ею, очень сложны, постоянно видоизменяются и развиваются. Это находит свое выражение во все новых формах существования ценных бумаг.

Ценная бумага – это особый товар, который обращается на своем собственном рынке – рынке ценных бумаг. Она не имеет ни вещественной, ни денежной потребительной стоимости, т.е. не есть ни физический товар, ни услуга.

В расширенном понимании ценная бумага – это любой документ («бумага»), который продается и покупается по соответствующей цене. Исторические примеры: продажа индульгенций в Средние века, в наше время – продажа «ценных бумаг» типа «билетов МММ».

Практический подход к определению ценной бумаги сводится к тому, что раз невозможно дать строгое научное, а значит и юридическое определение ценной бумаги на все случаи жизни, то эту трудность можно обойти путем перечисления признанных государством конкретных видов ценных бумаг имеющих на практике. В соответствующих законодательных актах государства, как, например, в Гражданском кодексе Российской Федерации ИЛИ других законах, касающихся рынка ценных бумаг, фиксируются определенные виды бумаг как ценные бумаги. Все, что объявлено как ценная бумага подпадает под законодательные акты, регулирующие ее жизнь от момента выпуска до окончания срока обращения.

Ценная бумага выполняет ряд общественно значимых функций:

1) перераспределяет денежные средства (капиталы) между отраслями сферами экономики, между территориями и странами, между группами слоями населения, между населением и сферами экономики, между населением и государством и т.п.;

2) устанавливает определенные дополнительные права для ее владельца (кроме права на капитал), например, права на участие в управлении, на соответствующую информацию, на некоторые преимущества в определенных ситуациях и т.п.;

3) обеспечивает получение дохода на капитал и (или) возврат самого капитала и др.

Как любая экономическая категория ценная бумага имеет соответствующие характеристики: временные, пространственные, рыночные.

Временные характеристики:

- срок существования ценной бумаги: когда выпущена в обращение и какой период (или бессрочно);
- происхождение: ведет ли начало ценная бумага от своей первичной основы (товара, денег) или от других ценных бумаг.

Пространственные характеристики:

- форма существования: бумажная (документарная) или безбумажная (бездокументарная);
- национальная принадлежность: ценная бумага отечественная или другого государства, т.е. иностранная;
- территориальная принадлежность: в каком регионе страны выпущена данная ценная бумага.

Рыночные характеристики:

- тип актива, лежащего в основе ценной бумаги, или ее исходная основа (товары, деньги, совокупные активы фирмы и др.);
- форма владения: ценная бумага на предъявителя или на конкретное лицо (юридическое, физическое);
- форма выпуска: эмиссионная, т.е. выпускаемая отдельными сериями, внутри которых все ценные бумаги совершенно одинаковы по своим характеристикам, или неэмиссионная (индивидуальная);
- форма собственности и вид эмитента, т.е. кто выпускает на рынок ценную бумагу: государство, корпорации, частные лица;
- характер обращаемости: свободно обращается на рынке или есть ограничения;
- экономическая сущность с точки зрения вида прав, которые дает ценная бумага ее владельцу;
- уровень риска: высокий, низкий и т.п.;
- наличие дохода: выплачивается по ценной бумаге какой-то доход или нет;
- форма вложения средств: при покупке ценной бумаги одалживаются деньги в долг или приобретается право собственности.

Ценная бумага обладает целым рядом свойств. Ее главное свойство – возможность обмена на деньги самыми различными способами (путем погашения, купли-продажи, возврата эмитенту, переуступки и т.д.). Она может

использоваться в расчетах, быть предметом залога, храниться в течение ряда лет или бессрочно, передаваться по наследству, служить подарком и т.п..

Первоначально все ценные бумаги выпускались только в бумажной форме, откуда и произошло их название – бумага, но ценная, почти как бумажные деньги. Ее стоимость определяется либо той суммой, что написана на ней, либо рыночным путем. Развитие рыночных отношений в последние десятилетия привело к появлению новой формы существования ценной бумаги – безбумажной, или бездокументарной, формы, что записано и в новом Гражданском кодексе. Так, в статье 149 говорится о том, что допускается фиксация прав, закрепляемых ценной бумагой, в бездокументарной форме.

Переход от бумажной формы ценной бумаги к безбумажной связан, во-первых, с нарастанием количества обращающихся ценных бумаг, прежде всего таких известных их видов, как акций и облигаций (десятки и сотни миллионов штук).

Во-вторых, многие права, которые закрепляются за владельцем ценной бумаги, могут осуществляться независимо от ее формы. Например, выплата дохода по ценной бумаге, купля-продажа ценной бумаги и другие могут производиться без наличия ее самой в качестве материального носителя этих прав.

В-третьих, безбумажная форма ценной бумаги может ускорять, упрощать и удешевлять ее обращение в части расчетов, передачи от одного владельца к другому, хранения и учета, налогообложения и т.п.

В-четвертых, это связано с изменениями в структуре всей совокупности обращающихся ценных бумаг (в частности, с увеличением числа именных ценных бумаг и снижением доли предъявительских ценных бумаг).

Именная ценная бумага – это ценная бумага, имя владельца которой зафиксировано на ее бланке и (или) в ее реестре собственников, который может вестись в обычной документарной и (или) электронной формах.

Предъявительская ценная бумага – это ценная бумага, имя владельца которой не фиксируется непосредственно на ней самой, а ее обращение не нуждается ни в какой регистрации,

Деление ценных бумаг на именные и предъявительские имеет глубокие корни. Исторически сложилось, что, например, в США и в Великобритании преобладают именные ценные бумаги, а в Германии – предъявительские. Некоторые виды ценных бумаг существуют на сегодняшний день обычно в форме именных (или их разновидности – ордерных) бумаг, например векселя, коносаменты, варранты, хотя и они могут носить предъявительский характер.

С точки зрения участников российского биржевого рынка, предъявительская ценная бумага имеет существенные преимущества перед именной, так как процесс перехода прав на капитал совершается «мгновенно» путем передачи ценной бумаги от ее продавца к покупателю, т.е. скорость ее обращения и расчетов по ней максимально высокая. Кроме затрат на печатание такой ценной бумаги, ее обращение почти не требует каких-либо других затрат участников рынка, связанных с «техникой и технологией» рыночного процесса. Поэтому, когда российский биржевой рынок еще только развивался и отсутствовали в достаточной мере средства для создания его инфраструктуры, выпуск предъявительских ценных бумаг в бумажной форме был самым быстрым, дешевым и легким путем формирования биржевого рынка ценных бумаг.

Безбумажная ценная бумага – это всегда именная бумага, так как в электронной памяти она зарегистрирована на определенное юридическое или физическое лицо.

Благодаря безбумажной форме владение капиталом еще более формализуется и тем самым расширяются возможности для биржевой торговли ценными бумагами.

Ценные бумаги как биржевой товар условно можно разделить на два больших класса в зависимости от того, на что по преимуществу или целиком распространяется имущественное право: на сам актив или на изменение его цены:

I класс – основные ценные бумаги (другое встречающееся название этого класса – первичные ценные бумаги);

II класс – производные ценные бумаги,

Основные ценные бумаги – это ценные бумаги, в основе которых лежат имущественные права на какой-либо актив, обычно на товар, деньги, капитал, имущество, различного рода ресурсы и др.

Основные ценные бумаги, в свою очередь, можно разбить на две подгруппы: на первичные и вторичные ценные бумаги.

Первичные ценные бумаги основаны на активах, в число которых не входят сами ценные бумаги. Это, например, акции, облигации, векселя, закладные и др.

Вторичные ценные бумаги – это ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг; это ценные бумаги на сами ценные бумаги: варранты на ценные бумаги, депозитарные расписки и др.

Производная ценная бумага – это:

- бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценной бумаги биржевого актива;
- ценная бумага на какой-либо ценовой актив: на цены товаров (зерно, мясо, нефть, золото и т.п.), на цены основных ценных бумаг (обычно на индексы акций, на облигации), на цены кредитного рынка (процентные ставки), на цены валютного рынка (валютные курсы) и т.п.

К производным ценным бумагам относятся: фьючерсные контракты (товарные, валютные, процентные, индексные и др.) и свободно обращающиеся опционы.

В целом ценные бумаги, которыми торгуют на современной бирже, представлены на рис.3.2.



Рис. 3.2. Виды ценных бумаг, которыми торгуют на биржах

Изображенная на рис. 3.2 схема классификации ценных бумаг, обращающихся на бирже, является классической, но далеко не единственно возможной. Используя различные подходы, выбирая другие признаки, иначе расставляя акценты, можно составить самые разнообразные классификационные схемы.

Основные виды ценных бумаг, как правило, являются рыночными, т.е. могут свободно продаваться и покупаться на бирже или вне ее. Однако в ряде случаев обращение ценных бумаг может быть ограничено, и ценную бумагу можно продать только тому, кто ее выпустил, и то через оговоренный срок. Такие бумаги являются нерыночными и не могут быть биржевым товаром. Не могут обращаться на бирже ценные бумаги, эмитированные в ограниченном объеме или в единичном экземпляре. Для того чтобы стать биржевым товаром, та или иная ценная бумага должна быть выпущена в обращение в объеме, достаточном для обеспечения постоянного спроса и предложения этих бумаг на бирже.

Биржевая торговля сопряжена с риском потери дохода или самого капитала. Поэтому важно правильно оценивать биржевые ценные бумаги с точки зрения тех рисков, которые свойственны тем или иным ценным бумагам.

По уровню риска ценные бумаги располагаются исходя из принципа: чем выше доходность, тем выше риск, и чем выше гарантированность доход, (или надежность) ценной бумаги, тем ниже риск. Наглядно это проиллюстрировано на рис. 3.3.

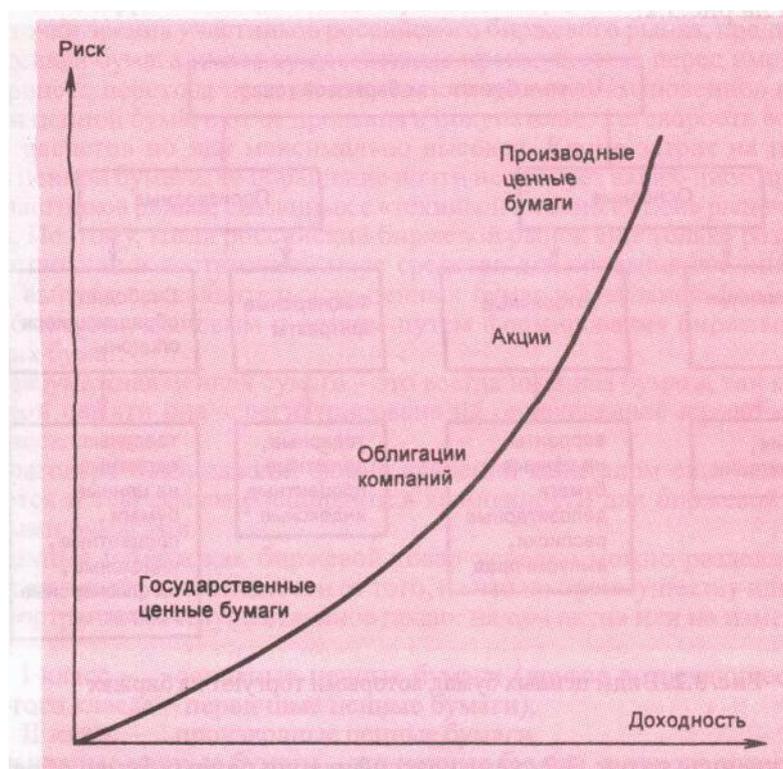


Рис. 3.3. Расположение различных ценных бумаг в зависимости от уровня риска и доходности

Таким образом, главными чертами ценных бумаг, обращающихся на бирже, являются:

- свободная купля-продажа без ограничений со стороны органа, выпустившего ценную бумагу (эмитента);
- надежность эмитента, его безубыточная деятельность и выполнение принятых им обязательств;
- размеры компании-эмитента и количество свободно обращающихся акций, облигаций и т.п.

3.4. ВАЛЮТА КАК ТОВАР

Наличие национальных валют и отсутствие единого платежного средства, которое можно было бы использовать в качестве международного средства обращения при расчетах во внешней торговле, по кредитам, инвестициям, межгосударственным платежам и т.д., предопределяют необходимость обмена одной валюты на другую. Под термином «валюта» понимаются обычно все иностранные денежные единицы, выраженные в них ценные бумаги, средства платежа, а также драгоценные металлы. Валюта именуется по названиям денежных единиц: доллар США, швейцарский франк, австрийский шиллинг, немецкая марка, шведская крона и т.д.

Валюта является своеобразным товаром.

Для операций купли-продажи валюты необходимо иметь четкое представление о валютном курсе,

Валютный курс определяет соотношение между двумя валютами, с помощью которого происходит обмен одной валюты на другую, т.е. это цена, по которой может быть продана или куплена валюта одной страны, выраженная в валюте другой страны. Валютный курс может определяться спросом и предложением валюты на открытом неограниченном рынке или же может быть установлен государством (в России – Центральным банком РФ).

Чаще всего курс валюты определяется в зависимости от соотношения спроса и предложения по той или иной валюте, поэтому он не может быть величиной постоянной, так как постоянно меняются спрос и предложение на валютном рынке. Курс валюты, предложение которой ограничено, повышается, тогда как курс валюты с избыточным предложением падает.

При определении курса валюты следует иметь в виду, что может применяться прямая и обратная котировки. Они даются с точностью до четырех знаков после запятой. Наиболее распространена прямая котировка, означающая, что определенная сумма иностранной валюты, как правило 100 единиц, служит основанием для выражения колеблющейся величины соответствующей суммы национальной валюты. Например, курс швейцарского франка 72,5505 за голландские гульден означает, что за 100 гульденов дают 72,5505 швейцарского франка.

Реже применяется обратная котировка. Ее основой является твердая сумма национальной валюты. Обратная котировка – это величина, обратная прямой котировке. Она распространена в основном в Англии. Это объясняется тем, что до 1971 г в денежно-кредитной сфере Англии отсутствовала десятичная система, поэтому обратную котировку было легче использовать на практике. Ее сохранили и после ввода десятичной системы. Котировка выглядит следующим образом: 1 ф.ст. равен 1,8260 долл. США. Во внутреннем обороте США обратная котировка используется частично.

Валютные курсы различаются и в зависимости от того, совершается покупка или продажа валюты.

1. По курсу покупателя банк приобретает валюту. Например, курс 72,5305 швейцарского франка за 100 голландских гульденов означает, что банк готов купить 100 гульденов, предложив 72,5305 швейцарского франка. Таким образом, за единицу иностранной валюты предлагается определенное количество национальной валюты, величина которой постоянно меняется.

2. Банк продает валюту по курсу продавца. Например, курс продавца 72,5505 швейцарского франка за 100 гульденов означает, что банк готов продать 100 голландских гульденов за 72,5505 швейцарского франка. Разница между курсами продавца и покупателя используется для покрытия издержек банка и содержит банковскую прибыль. Точно установленной величины этой разницы, именуемой маржей, нет. Для каждой конкретной валютной сделки она зависит от времени и места ее осуществления. В последние годы разница между курсами покупателя и продавца по ведущим валютам сократилась. Издержки, связанные с осуществлением валютных операций, снизились за счет внедрения компьютерной техники и значительного роста оборотов этой торговли.

3. Для определения средней арифметической между курсами покупателя и продавца используют средний курс, предназначенный для экономических сопоставлений за длительные промежутки времени. Такого курса в действительности не существует, однако его величина ежедневно сообщается средствами массовой информации.

4. Широкое распространение при проведении валютных операций получили кросс-курсы, представляющие собой котировку двух иностранных валют. При этом ни одна из них не является национальной валютой участника сделки, устанавливающего курс. Например, курс швейцарского банка -24,0735 ф.ст за 100 марок ФРГ; курс банка ФРГ – 37,7324 французского франка за 100 швейцарских франков .

С 50-х годов вследствие преобладающего положения доллара США на валютном рынке курс национальной валюты данной страны рассчитывается исходя из курса к доллару США, курсы национальных валют устанавливаются, как правило, к последнему.

Если, например, швейцарский банк хочет получить курс швейцарского франка к шведской кроне, то он исходит из курсов обеих валют к доллару США и затем выводит кросс-курс швейцарского франка к шведской кроне:

х швейцарских франков = 100 шведским кронам;

3,7946 шведской кроны = 1 долл. США;

1, 9872 швейцарского франка = 1 долл. США;

$$100 \text{ шведских крон} = \frac{100 \cdot 1,9872}{3,7946} = 52,3692 \text{ швейцарского франка.}$$

Биржевая торговля иностранной валютой может быть организована лишь в том случае, если валюта является свободно (или частично) конвертируемой, т.е. если отсутствуют государственные ограничения на ее куплю-продажу населением и организациями.

Биржевой класс иностранной валюты обычно составляют: американский доллар, английский фунт стерлингов, немецкая марка, французский франк, японская йена и некоторые другие валюты.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- биржевой товар
- вещественные товары
- ценные бумаги
- иностранная валюта

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Перечислите основные характерные черты биржевого товара.
2. Какие классы биржевых товаров выделяют в мировой практике?
3. Какими чертами характеризуются вещественные биржевые товары?
4. Какие требования к информации предъявляются на товарных биржах?
5. Какие функции выполняет ценная бумага?
6. В чем состоят временные, пространственные и рыночные характеристики ценной бумаги?
7. Какое значение имеет существование ценной бумаги в безбумажной форме?
8. Чем отличаются производные ценные бумаги от основных?
9. Почему валюта выступает в роли биржевого товара?
10. Перечислите основные черты, характеризующие валюту.

ГЛАВА IV

БАЗИСНЫЕ РЫНКИ

4.1. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Понятие «Рынок ценных бумаг» в общем виде можно определить как совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг.

Основные отличия рынка ценных бумаг от рынка любого другого традиционного товара, например нефти, состоят в том, что если товары производятся (добываются, выращиваются), то ценные бумаги выпускаются в обращение. Чтобы товар дошел до своего потребителя, нужна своя организация товародвижения, а для ценной бумаги – своя. Товар продается один или несколько раз, а ценная бумага может продаваться и покупаться неограниченное число раз и т.д.

Рынок ценных бумаг – это составная часть рынка любой страны. Основой рынка ценных бумаг являются товарный рынок, деньги и денежный капитал. Первый является надстройкой над вторым, производным по отношению к ним. Различают:

- международные и национальные рынки ценных бумаг;
- национальные и региональные (территориальные) рынки;
- рынки конкретных видов ценных бумаг (акций, облигаций и т.п.);
- рынки государственных и корпоративных (негосударственных) ценных бумаг;
- рынки первичных и производных ценных бумаг.

Любой рынок есть или должен быть сферой приумножения капитала и с этой позиции любой рынок есть одновременно и рынок для вложения капиталов.

Тесто рынка ценных бумаг. Место рынка ценных бумаг можно оценить с двух позиций: с точки зрения объемов привлечения денежных средств из разных источников и с точки зрения вложения свободных денежных средств в какой-либо рынок.

Привлечение денежных средств может осуществляться за счет внутренних и внешних источников. К внутренним источникам обычно относятся амортизационные отчисления и прибыль. Основными внешними источниками являются банковские ссуды и средства, полученные от выпуска ценных бумаг. В обществе в целом преобладают, естественно, внутренние источники, ибо внешние являются результатом перераспределения первых (неважно – своей страны или других стран). В среднем внутренние источники в развитых странах составляют до 75% привлеченных средств, а на банковские ссуды и ценные бумаги приходится соответственно 5 и 20%.

Свободные денежные средства могут быть использованы для прибыльного инвестирования во многие сферы: в производственную и иную хозяйственную деятельность (промышленность, строительство, торговлю, связь и т.п.), в недвижимость, в антиквариат, драгоценности и драгоценные металлы, произведения искусства. Денежные средства могут быть вложены в иностранную валюту, если отечественная обесценивается, в пенсионные и страховые фонды, в ценные бумаги различных видов, отданы в ссуду или положены под проценты на банковский депозит и т.п. Как видно

из приведенного, рынок ценных бумаг – одна из многих сфер приложения свободных капиталов, а потому ему приходится конкурировать за их привлечение.

Движение средств между перечисленными рынками вложений капитала происходит в зависимости от многих факторов, основными из которых являются:

- уровень доходности рынка;
- условия налогообложения рынка;
- уровень риска потери капитала или недополучения ожидаемого дохода;
- организация рынка и удобства для инвестора, возможность быстрого входа и выхода с рынка, уровень информированности рынка и т.п.

Функции рынка ценных бумаг. Рынок ценных бумаг имеет целый ряд функций, которые условно можно разделить на две группы: общерыночные функции, присущие обычно каждому рынку, и специфические функции, которые отличают его от других рынков. К общерыночным функциям относятся такие, как:

- коммерческая функция, т.е. функция получения прибыли от операций на данном рынке;
- ценовая функция, т.е. рынок обеспечивает процесс складывания рыночных цен, их постоянное движение и т.д.;
- информационная функция, т.е. рынок производит и доводит до своих участников рыночную информацию об объектах торговли и ее участниках;
- регулирующая функция, т.е. рынок создает правила торговли и участия в ней, порядок разрешения споров между участниками, устанавливает приоритеты, органы контроля или даже управления и т.д.

К специфическим функциям рынка ценных бумаг можно отнести следующие:

- перераспределительную функцию;
- функцию страхования ценовых и финансовых рисков.

Перераспределительная функция условно может быть разбита на три подфункции:

- перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности;
- перевод сбережений, прежде всего населения, из непроизводительной в производительную форму;
- финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, т.е. без выпуска в обращение дополнительных денежных средств.

Функция страхования ценовых рисков, или хеджирование, стала возможной благодаря появлению класса производных ценных бумаг: фьючерсных и опционных контрактов.

Биржевой и внебиржевой рынки ценных бумаг. Деление рынка ценных бумаг на биржевой и внебиржевой имеет своей основой не тот или иной вид ценной бумаги, а способ организации торговли в широком смысле слова. С этих позиций рынок ценных бумаг можно подразделять на:

- организованный и неорганизованный;
- биржевой и внебиржевой;
- традиционный и компьютеризированный.

Организованный рынок ценных бумаг – это их обращение на основе твердоустойчивых правил между лицензированными профессиональными посредниками-участниками рынка по поручению других участников рынка. Неорганизованный рынок – это обращение ценных бумаг без соблюдения единых для всех участников рынка правил.

Биржевой рынок – это торговля ценными бумагами на фондовых биржах. Внебиржевой рынок – это торговля ценными бумагами, минуя фондовую биржу. Биржевой рынок – это всегда организованный рынок ценных бумаг, так как торговля на нем ведется строго по правилам биржи и только между биржевыми посредниками, которые тщательно отбираются среди всех других участников рынка. Внебиржевой рынок может быть организованным и неорганизованным. Организованный внебиржевой рынок основывается на компьютерных системах связи, торговли и обслуживания по ценным бумагам.

Торговля ценными бумагами может осуществляться на традиционных и компьютеризированных рынках. В последнем случае торговля ведется через компьютерные сети, которые объединяют соответствующих фондовых посредников в единый компьютеризированный рынок, характерными чертами которого являются:

- отсутствие физического места, где встречаются продавцы и покупатели, и, следовательно, отсутствие прямого контакта между ними;
- полная автоматизация процесса торговли и его обслуживания; роль участников рынка сводится в основном только к вводу своих заявок на куплю-продажу ценных бумаг в систему торгов.

Участники рынка ценных бумаг. Участники рынка ценных бумаг – это физические лица или организации, которые продают или покупают ценные бумаги или обслуживают их оборот и расчеты по ним; это те, кто вступает между собой в определенные экономические отношения по поводу обращения ценных бумаг.

Основные участники рынка ценных бумаг:

- эмитенты;
- инвесторы;
- фондовые посредники;
- организации, обслуживающие рынок ценных бумаг;
- государственные органы регулирования и контроля.

Эмитенты – это те, кто выпускают ценные бумаги в обращение.

Инвесторы – это все те, кто покупают ценные бумаги, выпущенные в обращение.

Фондовые посредники – это торговцы, обеспечивающие связь между эмитентами и инвесторами на рынке ценных бумаг,

Организации, обслуживающие рынок ценных бумаг – это организации, выполняющие все другие функции на рынке ценных бумаг, кроме функции купли-продажи этих ценных бумаг: фондовые биржи, расчетные центры, ре-

гистраторы, депозитарии и др.

Эмитенты – это обычно государство, коммерческие предприятия и организации.

Инвесторы – это обычно население, а также коммерческие организации, заинтересованные в увеличении (приросте) свободных денежных средств.

- Основные тенденции развития рынка ценных бумаг. Основными тенденциями развития современного рынка ценных бумаг являются следующие:
- интернационализация и глобализация рынка;
- повышение уровня организованности и усиление государственного контроля;
- компьютеризация рынка ценных бумаг;
- нововведения на рынке;
- секьюритизация.

Интернационализация рынка ценных бумаг означает, что национальный капитал переходит границы стран, формируется мировой рынок ценных бумаг, по отношению к которому национальные рынки становятся второстепенными. Инвестор из любой страны получает возможность вкладывать свои свободные средства в ценные бумаги, обращающиеся в других странах. Рынок ценных бумаг принимает глобальный характер. Национальные рынки – это просто составные части глобального всемирного рынка ценных бумаг. Торговля на таком глобальном рынке ведется непрерывно и повсеместно. Его основу составляют ценные бумаги транснациональных компаний.

Повышение уровня организованности рынка и усиление государственного контроля за ним имеет целью обеспечение надежности рынка ценных бумаг и доверия к нему со стороны массового инвестора. Масштабы и значение рынка ценных бумаг таковы, что его разрушение прямо ведет к разрушению экономического процесса, процесса воспроизводства вообще. Никакое государство в современную эпоху не может допустить, чтобы вера в этот рынок была бы поколеблена, чтобы массы людей, вложивших свои сбережения в ценные бумаги своей страны или любой другой, вдруг потеряли бы их в результате каких-либо катаклизмов или мошенничества.

Другая причина данного процесса – фискальная. Усиление организованности рынка и контроля за ним позволяет каждому государству увеличивать свою налогооблагаемую базу и размер налоговых поступлений от участников рынка.

Компьютеризация рынка ценных бумаг позволила совершить революцию как в обслуживании рынка – прежде всего через современные системы быстродействующих и всеохватывающих расчетов для участников рынка и между ними, так и в его способах торговли. Компьютеризация составляет фундамент всех нововведений на рынке ценных бумаг.

Нововведения на рынке ценных бумаг – это:

- новые инструменты данного рынка;
- новые системы торговли ценными бумагами;
- новая инфраструктура рынка,

Новыми инструментами рынка ценных бумаг являются прежде всего многочисленные виды производных ценных бумаг, создание новых ценных бумаг, их видов и разновидностей.

Новые системы торговли – это системы торговли, основанные на использовании компьютеров и современных средств связи, позволяющие вести торговлю полностью в автоматическом режиме, без посредников, без непосредственных контактов между продавцами и покупателями.

Новая инфраструктура рынка – это современные информационные системы, системы клиринга и расчетов, депозитарного обслуживания рынка ценных бумаг.

Секьюритизация – это тенденция перехода денежных средств из своих традиционных форм (сбережения, наличность, депозиты и т.п.) в форму ценных бумаг; тенденция превращения все большей массы капитала в форму ценных бумаг; тенденция перехода одних форм ценных бумаг в другие, более доступные для широких кругов инвесторов.

4.2. ТОВАРНЫЙ РЫНОК

Товарный рынок представляет собой сложную социально-экономическую категорию, сущность которой раскрывается наиболее полно, если рассматривать рынок в различных аспектах его проявления. Во-первых, рынок выступает как сфера товарного обмена. Во-вторых, представляет собой хозяйственную деятельность, систему организационно-экономических действий, направленных на продвижение товара от производителя к потребителю. Такие действия связаны, например, с развитием конкретного хозяйственного механизма производства и реализации товаров, форм и методов продажи, управленческим решением по сбыту, проведением рекламы товаров, изучением и формированием спроса и населения.

Таким образом, **товарный рынок – это сфера товарного обмена, где проявляются отношения по поводу купли-продажи товаров и имеет место конкретная хозяйственная деятельность, связанная с реализацией товаров.**

Составными элементами товарного рынка являются:

- товарное предложение;
- спрос населения;
- цена товара.

Товарное предложение представляет собой массу товаров, предназначенных для реализации. Основными источниками товарного предложения являются производство товаров в стране, товарные запасы, импортные закупки

Спрос – это платежеспособная потребность населения страны. Спрос отличается от запроса (желания) на величину, способную быть оплаченной потребителями.

Цена товара представляет собой денежное выражение его стоимости. Отклонение цены от стоимости обусловлено рядом факторов. Прежде всего это стоимостное выражение денег. Оно зависит, во-первых, от стоимости золота как особого товара, с помощью которого выражается стоимость всех остальных товаров. Во-вторых, от количества денег в обращении, которые могут не соответствовать количеству замещаемому ими золота. Затем имеются различия в потребительной стоимости, качестве товаров. Сопоставление потребительских свойств товаров влияет на соотношение цены на отдельные товары, их виды и разновидности. Кроме того, условия реализации товара, вызванные изменением спроса и предложения, оказывают влияние на конъюнктурные колебания цен. Факторы, влияющие на формирование цены на товарном рынке, можно классифицировать на факторы I и II порядка рис. 4.1).

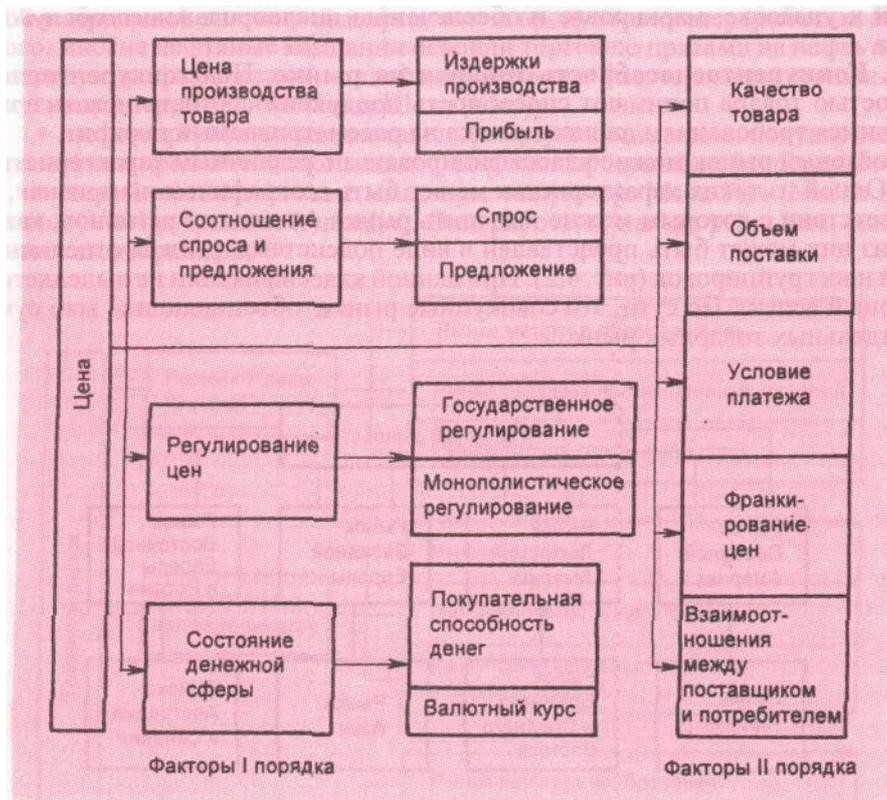


Рис. 4.1. Основные ценообразующие факторы на товарном рынке

Деятельность любого товарного рынка характеризуется основными показателями. К основным показателям функционирования товарного рынка можно отнести следующие.

1. Емкость товарного рынка. Емкость рынка – это максимально возможный объем реализации товаров при данном уровне платежеспособного спроса, товарного предложения и розничных цен.

2. Динамика развития отдельных отраслевых товарных рынков страны, составляющих единый товарный рынок страны.

3. Степень диверсифицированности товарного рынка. Под диверсифицированностью следует понимать степень охвата различными видами товарной продукции (по ассортименту и цене) с учетом географических, этнических и платежеспособных особенностей населения страны.

4. Качество товара, реализуемое на рынке. Под качеством товара понимают совокупность свойств, присущих ему. В условиях ужесточения потребителей к нему предъявляются повышенные требования с учетом безопасности его потребления, соблюдения экологических норм, требований к упаковке, маркировке и обеспечению послепродажного обслуживания.

5. Конкурентоспособность товаров на рынке. Под конкурентоспособностью товара понимают способность продукции соответствовать сложившимся требованиям данного рынка на рассматриваемый период.

Товарный рынок можно классифицировать по различным характеристикам. Одной из таких характеристик может быть географический признак соответствии с которым можно выделить рынки отдельных регионов, каждый из них может быть представлен в виде подсистемы рынков отдельных стран и их группировок (рис. 4.2). При данной классификации не выделяется товарный аспект. По сути, это совокупные рынки, объединяющие всю сумму отдельных товарных рынков.

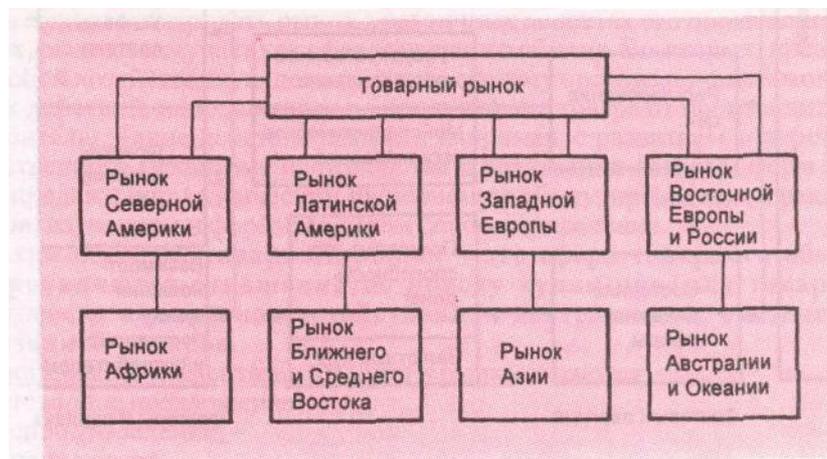


Рис. 4.2. Географическая классификация товарного рынка

В соответствии с товарно-отраслевыми признаками товарный рынок можно классифицировать на рынки готовых изделий, рынки сырья и полуфабрикатов, рынки услуг. Группы товарных рынков в дальнейшем могут быть разбиты до уровня рынка отдельного товара (рис. 4.3). Например, рынок промышленного сырья включает рынки железной, марганцевой, хромовой руд, стали, проката, стальных труб, никеля, платины, драгоценных металлов, алмазов, химикатов, пластмасс, химических волокон, медикаментов и т.д. В рынке топлива особое место занимает рынок нефти и нефтепродуктов, как последние являются биржевым товаром и составляют предмет торгов через нефтяную товарную биржу.

Нефтепродукты относят к категории товаров, которые экономисты называют «совместной», т.е. какой-либо товар из этой категории невозможно получить, не произведя других.

Для каждого отдельного товарного рынка большое значение имеют его участники, выполняющие определенные функции. Например, участниками международного рынка нефти в настоящее время считаются:

- нефтяные компании, занимающиеся разведкой, добычей, переработкой и продажей как сырой нефти, так и продуктов ее переработки. Кроме того, многие нефтяные компании освоили торговлю правами на нефть и нефтепродукты: фьючерсами, опционами, обменом фьючерсов на реальный товар: например, British Petroleum Шелл (Shel);
- нефтеперерабатывающие заводы, выступающие в роли покупателей сырой нефти и продавцов (поставщиков) на рынок продуктов нефтепереработки;
- независимые торговые компании: например: Марк Рич (Tarch Rich), Витол (Vitol), Аркадия (Arkadia). Они работают как на реальном, так и на новых видах рынков;

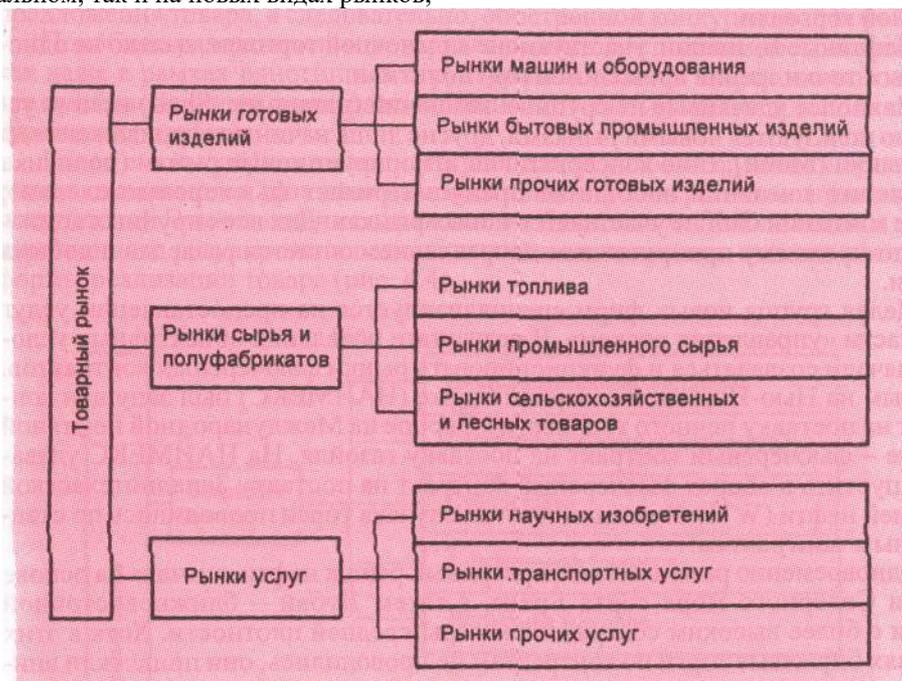


Рис. 4.3. Товарно-отраслевая классификация товарного рынка

- финансовые инвестиционные компании, банки, торговые дома: Морган Стенлей (Morgan Stanley), которые работают на новых видах рынков;
- инвесторы как частные, так и коллективные, работающие на новых видах рынков, стремящиеся получить выгоду от удачного вложения денег во фьючерсные и опционные контракты на нефть и нефтепродукты.

В настоящее время цены на рынке нефти складываются за счет работы рыночных механизмов

ценообразования. Индивидуальные интересы потребителей, стран ОПЕК и независимых производителей не могут повлиять на функционирование рынка, так как они сами находятся в зависимости от рынка.

Нефтяная промышленность по-прежнему носит интернациональный характер, а большая часть нефти все еще продается на основе долгосрочных соглашений, но цены уже формируются на основе механизмов наличных сделок «спот» и определяются отдельно от каждой поставки.

Компании в процессе работы научились минимизировать финансовый риск связанный с нестабильностью цен, путем использования срочных (форвардных) товарных сделок, которые в настоящее время преобладают на рынке. Компаниям удается достигать получения прибыли за счет использования тех факторов, которые сложились в силу объективных обстоятельств, а именно – подъем в торговле нефтью и нефтепродуктами; развитие спот-рынков (и переход на спот-цены); развитие на базе спот-рынков форвардной и фьючерсной торговли.

Нефтяные компании, участвующие в рыночной торговле, далеко не однородны с точки зрения проводимой ими политики.

Наиболее удачливые из крупных компаний (например, Shell) весьма успешно пользуются новыми рынками, другие лишь начинают продвижение на эти рынки (Tobil); Esso консервативно игнорирует новые рынки (политика правления компании вообще не предусматривает фьючерсные сделки такие компании Gulfne участвуют в новых рынках. Для всех крупных компаний по-прежнему приоритетным направлением остается разведка и добыча нефти.

Целая группа новых фирм специализируется на предоставлении услуг в области «управления риском». В результате появления объективных условий начали создаваться и функционировать рынки фьючерсных контрактов. Первым на Нью-Йоркской товарной бирже (НАЙТЕКС) был запущен контракт на поставку печного топлива, а в Европе на Международной нефтяной бирже – фьючерсный контракт на поставку газойля. На НАЙТЕКС удавалось пустить в оборот фьючерсный контракт на поставку Западнотехасской средней нефти (WTI). В каждом из этих случаев торги проводились по стандартным контрактам.

Одновременно развивался и форвардный рынок нефти, сначала на основе нефти Северного моря сорта Brent, а затем Дубай – ближневосточной нефти с более высоким содержанием серы средней плотности. Хотя в этих случаях биржевые торги по контрактам не проводились, они привлекли внимание как хеджеров, так и спекулянтов, что обеспечило контракту необходимую поддержку.

В рынке сельскохозяйственных и лесных товаров можно выделить свои структурные подразделения, из которых особое место занимает рынок зерновых.

При изучении товарного рынка особое значение отводится определению типа структуры рынка и классификации отдельных его элементов в зависимости от условий и характера сделок.

Под структурой рынка понимается совокупность условий, определяющих особенности его функционирования. В формировании структуры важнейшую роль играют степень и характер монополизации товарного рынка. Ее основными вариантами являются *монополия* (один продавец и неограниченное число покупателей), *монопсония* (один покупатель и неограниченное число продавцов), *олигополия* (несколько продавцов и неограниченное число покупателей), *олигопсония* (несколько покупателей и неограниченное число продавцов), а также *полиполия* и *полипсония*, в наибольшей степени приближающиеся к состоянию неограниченной конкуренции. С учетом фактической концентрации предложения (производства и сбыта) товара, являющейся важнейшим фактором монополизации товарных рынков, различают следующие структуры рынка:

- монополистический рынок, характеризующийся доминированием одного поставщика;
- олигополистический рынок, характеризующийся господством группы крупнейших продавцов;
- атомистический рынок, характеризующийся невысокой концентрацией предложения товара, а следовательно, обостренной конкурентной борьбой.

Подобное разграничение товарных рынков достаточно абстрактно, так как даже в рамках однотипных структур наблюдается широкое многообразие функциональных форм, различающихся степенью монополизации и конкурентной борьбы.

Более емким выражением дифференциации условий функционирования рынка оказываются различия взаимоотношений контрагентов (продавца и покупателя). Эти отношения отражают особенности монополизации и государственного регулирования отдельных элементов рынка, а также методы и формы реализации товара (рис. 4.4).

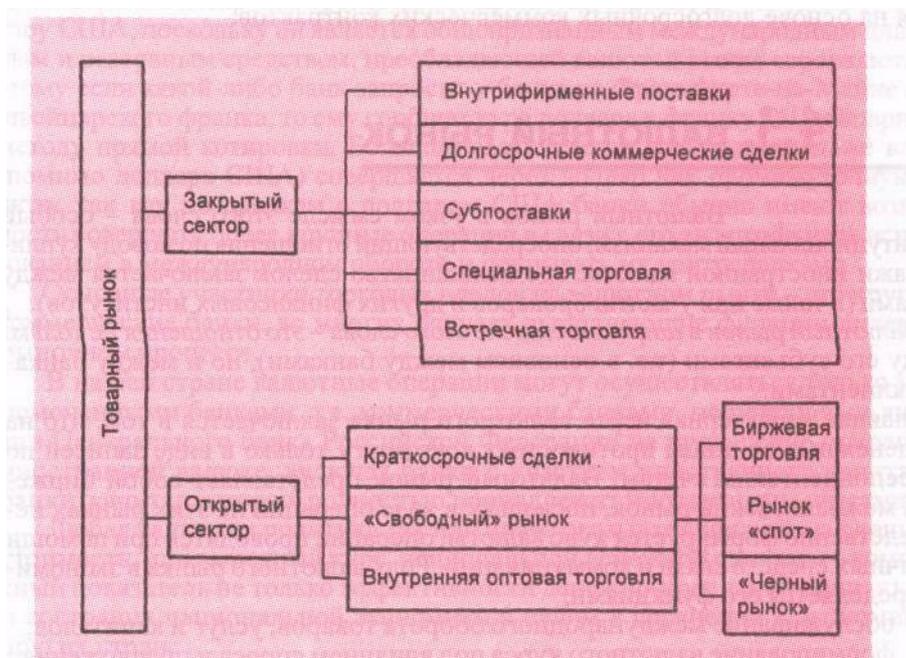


Рис. 4.4. Основные секторы и сегменты товарного рынка

Закрытый сектор товарного рынка (закрытый рынок) представляет часть товарного рынка, в которой продавцы и покупатели взаимодействуют посредством отношений, не носящих сугубо коммерческого характера.

К основным сегментам закрытого рынка относят внутрифирменные поставки (товарооборот между филиалами, дочерними и головными предприятиями крупных монополий), субпоставки мелких и средних формально независимых фирм, выступающих подрядчиками крупных монополий в рамках специализации и кооперирования, специальная торговля в форме поставок товаров по программам помощи, особым межправительственным соглашениям, встречная торговля, охватывающая взаимообусловленные экспортные операции.

Открытый сектор товарного рынка – это совокупность сегментов, для которых характерны операции коммерческого характера. К основным сегментам открытого сектора можно отнести краткосрочные сделки, заключаемые на период до 1-1,5 лет, оптовую и розничную торговлю и операции на свободном рынке, на котором отсутствуют ограничения свободной конкуренции. «Свободный рынок» представлен биржевой торговлей: рынком «спот», на котором реализуется наличный товар с немедленной отгрузкой; «черным рынком».

Промежуточное положение между закрытым и открытым секторами занимают долгосрочные коммерческие сделки. Эта форма товарообмена обусловлена практикой устойчивых торговых связей (от 2 до 25 лет) и дополняется формами преференциальных экономических соглашений, т.е. это торговля на основе долгосрочных коммерческих контрактов.

4.3. ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Валютный рынок в узком смысле этого слова – особый институциональный механизм, опосредствующий из отношения по поводу купли-продажи иностранной валюты, где большинство сделок заключается между банками (а также при участии брокеров и других финансовых институтов).

Валютный рынок в широком смысле этого слова – это отношения не только между его субъектами (т.е. в основном между банками), но и между банками и клиентами.

Главная характерная черта валютного рынка заключается в том, что на нем денежные единицы противостоят друг другу только в виде записей по корреспондентским счетам. Валютный рынок представляет собой биржевой и межбанковский рынок, поскольку в ходе операций на этих рынках непосредственно формируется курс валюты, операции проводятся при помощи различных средств связи и коммуникаций. Роль валютного рынка в экономике определяется его функциями:

- обслуживание международного оборота товаров, услуг и капиталов;
- формирование валютного курса под влиянием спроса и предложения;
- механизм для защиты от валютных рисков и приложения спекулятивных капиталов;
- инструмент государства для целей денежно-кредитной и экономической политики.

Различаются мировые, региональные, национальные (местные) валютные рынки в зависимости от объема, характера валютных операций и количества используемых валют.

Тировые валютные рынки сосредоточены в мировых финансовых центрах. Среди них выделяются валютные рынки в Лондоне, Нью-Йорке, Франкфурте-на-Тайне, Париже, Цюрихе, Токио, Сингапуре и др. На мировых валютных рынках банки проводят операции с валютами, которые широко используются в мировом платежном обороте, и почти не совершают сделки с валютами регионального и местного значения независимо от их статуса и надежности.

На региональных и местных валютных рынках осуществляются операции с определенными конвертируемыми валютами. Котировка валют, используемая для валютных операций в определенном регионе, относительно регулярно осуществляется банками данного региона, а валют местного значения – банками, для которых эта валюта является национальной и активно применяется в сделках с местной клиентурой.

Котировка иностранных валют в национальную используется банками преимущественно в операциях с торгово-промышленной клиентурой, интересующейся стоимостью конкретных иностранных валют по отношению к национальной, в которой выражены их ресурсы. В операциях на межбанковском валютном рынке котировка производится преимущественно по отношению к доллару США, поскольку он является общепризнанным международным платежным и резервным средством, преобладающей валютой рынка евровалют. По-этому если какой-либо банк запросит у банка во Франкфурте-на-Тайне курс швейцарского франка, то ему сообщат курс доллара к франку в Швейцарии по методу прямой котировки. Большая часть сделок по купле-продаже валют (помимо доллара США) совершается через доллар как промежуточную валюту, так как по сделкам с долларом США банки обычно имеют возможность совершать более крупные операции в связи с его значительным использованием в международном обороте и покрывать их контрсделками.

Основные участники торговых сделок на валютном рынке – это крупные коммерческие банки, во многих случаях выполняющие функции дилеров в рыночном процессе.

В нашей стране валютные операции могут осуществляться только уполномоченными банками, т.е. коммерческими банками, получившими лицензии Центрального банка Российской Федерации на проведение операций в иностранной валюте, включая банки с участием иностранного капитала и банки, капитал которых полностью принадлежит иностранным участникам.

Любая валютная политика так или иначе оказывает влияние на внешнюю стоимость, или валютный курс, национальной денежной единицы – комплексный показатель не только эффективности денежно-кредитной политики, но и состояния национальной экономики в целом в сравнении с экономиками других стран.

При рассмотрении проблемы регулирования валютных отношений в первую очередь следует выделить направление влияния валютной сферы на национальную экономику. Непосредственное воздействие валютной сферы на национальное хозяйство осуществляется главным образом через механизм формирования и функционирования валютных курсов.

Колебания валютного курса в первую очередь воздействуют на физический объем импорта и экспорта. Снижение курса национальной валюты при прочих равных условиях ведет к росту внутренних цен на импортные товары, что вызывает снижение импорта за счет переключения спроса на отечественную продукцию, и к снижению внешних цен на экспортируемую продукцию, следствием которого является рост экспорта. Повышение курса национальной валюты, как правило, ведет к обратным процессам.

Не менее важным, чем изменение в физическом объеме экспорта и импорта, является изменение стоимостных соотношений обмена в мировой торговле без изменения количества и качества национальных факторов (перераспределительные процессы на уровне мирового хозяйства в целом). Подобные изменения отражает показатель «условия торговли» – отношение экспортных и импортных цен для данной страны. Так, изменение курса валюты на 1% ведет к изменению импортных цен на 0,8% и экспортных – на 0,1-0,6% в зависимости от страны. Таким образом, при прочих равных условиях, снижение курса национальной валюты ухудшает «условия торговли», а его повышение – улучшает.

В совокупности указанные два фактора определяют влияние валютного курса на торговый баланс страны.

Кроме непосредственного воздействия на экспортно-импортные операции непредсказуемые колебания валютного курса могут оказывать неблагоприятное влияние на национальную экономику и через другие каналы:

- падение курса национальной валюты может служить одним из факторов развития инфляции в стране;
- значительно осложняется текущее и перспективное планирование внешнеэкономических операций (резко возрастают риски в международной торговле и инвестициях);
- повышается вероятность дестабилизирующих действий спекулянтов, что может привести к значительным экономическим издержкам (кризису денежно-кредитной системы, полной неопределенности на рынке, сильному превышению доходности спекулятивных операций над средней нормой прибыли в экономике).

Тактику спекулянтов в условиях нестабильности валютной политики можно показать на примере функционирования российского валютного рынка в 1994 – начале 1995 г. В тех случаях, когда большинство игроков валютного рынка ожидают быстрое понижение валютного курса рубля (август-октябрь 1994 г., январь 1995 г.), начинается массовая продажа рублей в обмен на доллары в расчете на получение сверхприбыли от роста валютного курса. Подобные настроения крупных операторов валютного рынка передаются внешнеторговым организациям и населению, которые в условиях общей паники стремятся ускорить конвертацию обесценивающихся рублей в иностранную валюту. Подобные односторонние ожидания участников валютного рынка ведут к значительно большему обесценению валютного курса рубля по сравнению с возможной девальвацией рубля под воздействием только экономических факторов (инфляцией, кредитной эмиссией и спадом промышленного производства).

Подобная ситуация сложилась на российском валютном рынке и в конце марта – мае 1995 г., но ожидания участников рынка были уже направлены в противоположную сторону. Данные ожидания были основаны на информации о низких темпах роста денежной базы в 1 квартале 1995 г., а также на предположении о традиционно низких темпах роста валютного курса рубля в летний период. Односторонняя игра участников валютного рынка, направленная на получение прибыли от ревальвации курса рубля, привела к значительно более сильному укреплению позиций рубля по отношению к доллару США, чем это было обосновано общей экономической ситуацией двух стран.

Современные экономические теории уделяют большое внимание различным методам воздействия (для достижения оптимальных условий функционирования национальных экономик) на валютный курс – центральный элемент валютных отношений.

Для того чтобы лучше оценить возможности регулирования валютного рынка в России, попробуем кратко остановиться на основных современных концепциях воздействия на валютный курс.

Кейнсианская теория в своем классическом виде рассматривала валютный курс как нейтральный элемент в экономической системе. Центральный банк должен был поддерживать фиксированные паритеты на протяжении длительных периодов, чтобы не допустить негативного влияния на международную торговлю спекулятивных, случайных или временных диспропорций в движении капитала.

Тонетаристская школа выступала за полный отказ от вмешательства государства в сферу валютных курсов. По мнению монетаристов, механизм валютного курса способен сам автоматически обеспечить равновесие экономики, полное использование производственных ресурсов, занятость и устойчивый рост валового национального продукта.

Практика показала, что и кейнсианская, и монетаристская теории в чистом виде не учитывают многие особенности функционирования реального валютного рынка. Большинство современных экономических теорий предлагают использовать «плавающий», но регулируемый валютный курс как один из основных инструментов государственного воздействия на экономику.

Заслуживает внимания теория «ползущей фиксации» валютного курса. Она представляет собой систему периодического изменения фиксированного курса на небольшую величину в соответствии с положением валюты страны на рынке. Курс может быть привязан к какой-нибудь одной твердой валюте, группе валют или к расчетному показателю, отражающему средние колебания валютных курсов на рынке.

Теория «оптимальных валютных зон» посвящена выработке критериев для определения, как правило, на основе паритета покупательной силы так называемого реального или эффективного валютного курса. Данная концепция делает попытку увязать корректировку валютного курса в зависимости от изменения цен в стране, уровня золотовалютных резервов.

Валютная политика каждого государства предполагает не только цели, но и конкретные методы их достижения. Сочетание тех или иных методов зависит в первую очередь от общего состояния национальной экономики, приоритетов в макроэкономической политике государства, возможностей правительства регулировать и контролировать различные экономические процессы.

Особенности функционирования российского валютного рынка не позволяют применить какую-либо из западных теорий, впрочем, как и обширный опыт в области валютного регулирования, накопленный экономически развитыми странами. Требуется выработка новых подходов к регулированию валютных отношений с учетом международного опыта.

Развитие российского валютного рынка в 1990-1995 г. сделало валютную политику одним из основных инструментов денежно-кредитной политики в целом.

С постепенной интеграцией российской экономики в мировую экономическую систему остро встал вопрос влияния динамики валютного курса рубля на внутренние экономические процессы. Мировая практика знает множество различных каналов воздействия валютной сферы на национальные экономики через механизм валютного курса.

В первую очередь снижение валютного курса рубля следует рассматривать как один из существенных факторов, влияющих на темпы инфляции России. Так, валютный кризис сентября-октября 1994 г. дал сильный толчок новому витку инфляционной спирали. Если в августе 1994 г. темпы инфляции составили около 4,4%, то уже в октябре они выросли до 15,1%, а в январе 1995 г. достигли уровня 17,8%. Непосредственное влияние на усиление инфляционных процессов оказала значительная денежная эмиссия лета – начала осени 1994 г., вызванная структурными проблемами российской экономики. Немалую роль в раскручивании инфляционной спирали сыграло быстрое падение валютного курса рубля.

Тожно выделить несколько способов воздействия снижения валютного курса рубля на темпы инфляции в России.

Во-первых, в результате снижения курса рубля происходит рост среднего уровня цен в той степени, в которой импортные товары и компоненты входят в общую товарную массу. Более трети розничного товарооборота в России обеспечивается за счет реализации импортных товаров, причем эта доля все время увеличивается. В крупнейших городах России (Тоскве и Санкт-Петербурге) доля импортных товаров в розничном товарообороте значительно выше. В результате снижения курса рубля соответственно растут цены на все импортируемые товары. Неуклонный рост цен на товары первой необходимости является важным фактором, стимулирующим инфляционные ожидания населения.

Во-вторых, рост цен на импортные товары способствует переключению спроса на внутренние товары. В условиях ограниченности производственных ресурсов во многих отраслях промышленности подобное увеличение спроса не вызывает адекватного дополнительного предложения товаров. В итоге переключение спроса на внутреннюю продукцию ведет к дополнительному давлению на цены (особенно в краткосрочном плане).

В-третьих, снижение валютного курса рубля делает более выгодным для экспортных отраслей продавать свою продукцию за границей, чем на внутреннем рынке по прежним ценам. Соответственно снижение предложения продукции таких отраслей на внутренний рынок при неизменном спросе вызывает рост рублевых цен по всей номенклатуре экспортной продукции. В России основными экспортными отраслями являются сырьевые отрасли, поэтому рост курса доллара ведет к росту рублевых цен в сырьевых отраслях и соответственно растут цены и издержки в других отраслях.

В-четвертых, инфляционные ожидания населения и производителей являются дополнительным стимулом роста цен. Изменение валютного курса рубля многие хозяйственные субъекты рассматривают как своеобразный индикатор состояния экономики и в соответствии с темпами его роста координируют свое поведение на рынке. Так, в ожидании дальнейшего роста валютного курса рубля население может максимально ускорить во времени необходимые покупки, попытаться увеличить свои товарные запасы. Производители также будут стремиться

заблаговременно перенести возможные потери от обесценения рубля в цену своей продукции. В случае валютной паники наблюдается массовое бегство от рублей в товары и иностранную валюту.

Доллар часто используется в качестве критерия оценки доходности операций, что изначально ориентирует производителей на учет возможных изменений валютного курса рубля. Все указанные факторы очень сильно дезорганизуют российский денежный рынок, значительно снижают его управляемость.

Наконец, нестабильность валютного курса рубля ведет к росту отвлечения от производственной деятельности как частных (для спекуляций), так и государственных (для защиты курса рубля) ликвидных активов, что является дополнительным толчком для инфляции.

Влияние динамики валютного курса рубля на внутренние инфляционные процессы является не единственным негативным фактором неуклонного снижения курса национальной валюты. Так, рост цен в сырьевых отраслях, ориентированных на мировые цены, болезненно действует на отечественных потребителей аналогов экспортной продукции. Многие отрасли хозяйства не выдерживают конкуренции с зарубежными товаропроизводителями и вынуждены свертывать или прекращать производство. Тем не менее увеличение закрытости экономики, повышение таможенных пошлин, в конечном счете сокращение импорта с одновременным введением так называемого «фиксированного курса» рубля может вести к еще более тяжелым последствиям. Подобные меры приведут к падению конкуренции на многих товарных рынках, что выльется в снижении качества продукции и росте цен.

В мировой практике колебание валютных курсов оказывает значительное воздействие на национальные экономики через изменения в направлении движения капиталов. С учетом высокого политического и экономического риска операций на российском денежном рынке, внешней закрытости рублевой денежной системы и высокого уровня внешней задолженности изменения валютного курса рубля очень слабо влияют на приток международных капиталов (возможно, в периоды резкого падения курса рубля происходит репатриация части валютной выручки российских экспортеров для получения дополнительной прибыли от операций на внутреннем валютном рынке).

В то же время можно выделить значительную долю внутренних капиталов как в рублях, так и в долларах, которая практически не участвует в платежном обороте, но активно используется для получения сверхприбылей по спекулятивным операциям, перемещаясь между валютным рынком, рынками ГКО и межбанковских кредитов и в меньшей степени фондовым рынком.

Направление движения данных капиталов очень сильно зависит от темпов падения курса рубля, денежно-кредитной политики Центрального банка и от прогнозов развития экономической ситуации в стране.

В итоге следует отметить, что описанное влияние динамики валютного курса на экономику России переплетено с действием множества других факторов, часть из которых в конечном счете и определяет эту динамику.

В соответствии с общими задачами денежно-кредитной политики и особенностями российской валютной системы основными целями валютной политики России остаются укрепление валютно-финансового положения и восстановление платежеспособности России, осуществление мер, направленных против ухода капиталов из России, противодействие долларизации экономики, укрепление позиций рубля как во внутреннем, так и в международном плане.

Политика Банка России на внутреннем валютном рынке осуществляется в контексте принципов денежно-кредитного регулирования, реализуемых Банком России.

Валютный рынок России остается одним из наиболее динамичных секторов развивающегося рыночного хозяйства России.

Началом развития российского валютного рынка следует считать 1993 г., когда завершился процесс создания национальной валюты и отделения денежной системы России от денежных систем государств бывшего СССР.

Российский валютный рынок имеет ярко выраженный внутренний характер, что связано в первую очередь с замкнутостью национальной денежной системы и почти абсолютным запретом на вывоз или пересылку денежной единицы Российской Федерации за таможенные границы. Закрытость российской денежной системы в значительной степени объясняется слабостью национальной экономики.

Несмотря на бурное развитие российского валютного рынка в последние годы, многие его особенности являются следствием закрытости советской экономики от остального мира:

- гипертрофированная доля валютного сегмента в общем финансовом рынке страны, «долларизация экономики»;
- значительное воздействие на состояние валютной сферы и функционирование ее инструментария внеэкономических факторов, прежде всего политического характера;
- слабая взаимосвязь между валютным рынком и платежным балансом страны (это связано в том числе с тем, что на валютный рынок поступает ограниченная доля валютных доходов от экспорта страны);
- низкий рейтинг страны в международных экономических отношениях и недоверие иностранных инвесторов;
- моновалютный характер валютного рынка (в валютном обороте на рынке превалирует одна валюта – доллар США);
- региональные различия условий функционирования местных валютных бирж и соответственно различия в уровнях курса рубля на каждой из таких бирж (такая дифференциация обусловлена спецификой экономической, финансовой и денежно-кредитной ситуации в регионах, а также различной степенью концентрации валютных ресурсов в коммерческих банках того или иного региона). Валютный рынок России находится все еще в стадии своего становления, а механизм его саморазвития только формируется. Валютный рынок оказался относительно слабее связан с внешнеэкономической деятельностью, чем в странах с развитой рыночной экономикой. Это вызвано в первую очередь большой ролью доллара в качестве средства сбережения в российской денежной системе.

Одновременно ряд макроэкономических факторов не позволяет привести в соответствие ценовые системы России и остального мира, что лишает валютный курс рубля репрезентативности с точки зрения паритета покупательной способности рубля и других валют. К указанным факторам относятся:

- сильное несоответствие отраслевой структуры российского импорта и экспорта;
- большие отличия в стоимости основных факторов производства в России по сравнению с мировым уровнем;
- высокие экспортные и импортные пошлины, а также ограничения на экспорт и импорт ряда товаров;
- замкнутость национальной денежной системы;
- высокая степень монополизированности отдельных, в первую очередь экспортных, отраслей российской экономики.

Показав общие отличительные черты российского валютного рынка, которые во многом вытекают из особенностей национальной денежной системы и экономики России в целом, далее следует остановиться на функционировании основных сегментов российского внутреннего валютного рынка -биржевого и межбанковского – и проследить их взаимосвязь с другими основными элементами денежной системы России.

Как отмечалось выше, характер операций на российском валютном рынке очень слабо связан с внешнеэкономической деятельностью и платежным балансом страны. Подавляющее большинство валютных операций направлено на выгодное размещение средств в иностранной валюте в ожидании дальнейшего падения курса рубля и спекуляцию, связанную с колебанием доходности в разных секторах российского денежного рынка. Основная масса свободных денежных капиталов, принимающая как рублевую, так и долларовую форму, циркулирует между тремя наиболее надежными сферами вложения денежных средств – рынком межбанковских кредитов, рынком государственных краткосрочных облигаций и валютным рынком, который также включает несколько сегментов.

Ожидаемое снижение объемов операций на валютном рынке представляется вполне нормальным и закономерным. Во-первых, валютный рынок является внутренним (рынком резидентов). Во-вторых, в условиях финансовой стабилизации он выступает клиентским рынком, обслуживающим потребности внешнеэкономической деятельности, а также процессы, связанные с дедолларизацией российской экономике.

Более отдаленные перспективы развития валютного рынка связаны с расширением конвертируемости российского рубля, распространением режима конвертируемости на нерезидентов. Однако эти перспективы во многом обусловлены развитием и стабилизацией всего денежного рынка России.

Если говорить о перспективах развития и роли ММВБ, то ее деятельность и дальше будет направлена на обеспечение действующего валютного рынка как эффективной рыночной структуры и на реализацию стратегических целей, определяемых государством.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- рынок ценных бумаг
- товарный рынок
- валютный рынок
- рынка
- участники рынка

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Дайте определение рынку ценных бумаг.
2. Перечислите и поясните функции рынка ценных бумаг.
3. Дайте характеристику структуры рынка ценных бумаг и его участникам.
4. В чем состоят основные тенденции развития рынка ценных бумаг?
5. Дайте определение товарному рынку.
6. Перечислите составные элементы товарного рынка.
7. Какова структура товарного рынка?
8. Дайте определение валютному рынку
9. Каковы функции валютного рынка?
10. Каким образом валютный рынок влияет на экономику страны?
11. Перечислите основные черты, характеризующие российский валютный рынок.

ГЛАВА V

БИРЖЕВЫЕ ИНДЕКСЫ И ИХ АНАЛИЗ

5.1. БИРЖЕВЫЕ ИНДЕКСЫ

Индексы были изобретены для того, чтобы участники биржевого торга могли получить необходимую им информацию о том, что происходит на рынке. Поэтому первоначально индексы выполняли лишь информационную функцию. Отражая направление движения биржевых котировок – вверх или вниз, они показывали тенденции, которые принимает биржевой рынок, и скорость их развития. Накопление определенных данных о состоянии биржевых индексов, позволило использовать их в качестве прогноза: всегда можно найти аналогичную ситуацию в прошлом и то движение индекса, которое демонстрировалось раньше, может повториться и в настоящее время.

С развитием фондового рынка использование индекса становится многофункциональным. Индекс выступает как объект торговли, например в качестве базового товара, на который разрабатывается фьючерсный контракт. Кроме

того, индексы активно используются в портфельном инвестировании. При этом они:

во-первых, служат ориентиром отбора ценных бумаг в портфель, определяя направления и пропорции инвестирования;

во-вторых, сокращают дилерские расходы при применении тактики пассивного управления портфелем, когда используется метод индексного фонда.

Индексы могут быть отраслевыми, региональными, сводными и глобальными. Они могут использоваться на любом рынке: товарном, валютном, фондовом. Хотя следует подчеркнуть, что они возникли на фондовом рынке и до сих пор на этом рынке имеют наибольшее распространение.

Свое название индексы получают по имени создателя методики или названию информационных агентств, которые их рассчитывают и публикуют. Так, например, индекс Доу-Джонса – самый известный и самый древний из мировых индексов, своим названием обязан Чарльзу Доу, владельцу компании Доу-Джонс, который в 1884 г. в США начал рассчитывать средний показатель по изменению курсовой стоимости акций одиннадцати крупнейших в то время промышленных компаний. Рассматривая природу данного индекса с технической точки зрения, приходится констатировать, что это среднее число, а не индекс. Недаром дословный перевод данного показателя – промышленная средняя Доу – Джонса.

Биржевые средние – это взвешенные или невзвешенные среднерыночные цены для отдельных бирж. Напротив, индекс – это всего лишь число, лишённое стоимостного, например долларового, выражения или других единиц измерения, Биржевые средние и биржевые индексы – это два основных типа показателей на рынке ценных бумаг. Несмотря на то, что основа как средней, так и индекса – средняя цена акций из выбранного списка на определённую дату, считается, что биржевые индексы точнее, удобнее и репрезентативнее, чем биржевые средние.

Для расчета биржевых средних используются два метода – метод средней арифметической и метод средней геометрической. При методе средней арифметической цены акций всех эмитентов, входящих в показатель, на момент закрытия торгов складываются и сумма делится на количество составляющих для получения средней величины. Каждая акция имеет одинаковый вес вне зависимости от размера компании и количества в обращении.

На отечественном рынке наиболее «весомые» компании – НК ЛУКОЙЛ, РАО «ЕЭС», АО «Тосэнерго», Ростелеком, АО «Норильский никель». Они составляют значительную часть капитализации фондового рынка и применение индексов, учитывающих реальный масштаб рынка акций конкретного эмитента, приводит к тому, что индексы рынка – это практически индексы вышеперечисленных компаний. В связи с этим применение средних, в структуре которых одинаковое место отведено и самой сильной, и самой слабой компании в выборке, может представлять определённый интерес. Как уже упоминалось, по данному методу до сих пор рассчитываются индексы из семейства Доу-Джонс – классические биржевые средние.

Если используется метод геометрической средней, то осуществляется умножение цен акций, составляющих индекс. Из этого произведения затем извлекается корень n -й степени, где n – число акций в индексе. При этом также не принимается во внимание разница в объёмах торговли акциями разных компаний. Данный метод расчета позволяет замещать составляющие без необходимости изменения базы. Он применяется при расчете двух известных индикаторов: FT-30 в Англии и The Value Line Composite Average в США. Последний индикатор относится к категории средних и представляет собой среднюю геометрическую из произведения прироста курсов 1695 акций. Биржевые индексы имеют три принципиальных отличия от биржевых средних.

Во-первых, при построении индексов применяется система условного взвешивания. Для каждой ценной бумаги должен быть назначен вес, чаще всего им является доля данной ценной бумаги в общем объёме продаж на биржевом рынке. На российском рынке ценных бумаг значительная часть акций не обращается на ликвидном рынке и использование в качестве веса рыночной капитализации компании может предоставить портфельному инвестору не совсем достоверную информацию о движении цен. Однако в мировой практике биржевых индексов данный метод весьма популярен, так как он учитывает влияние выбранных ценных бумаг пропорционально фактическому их положению на рынке.

Возможно также использование равных весов и тогда возникает право случайного выбора любого биржевого актива. Так, весовые коэффициенты фондового индекса журнала «Коммерсантъ» на 1 января 1995 г. – дату расчета индекса для каждой акции – одинаковы, а именно 100 тыс. руб. Таким образом, индекс равен стоимости гипотетического инвестиционного портфеля, при формировании которого все средства были равномерно распределены между входящими в него акциями.

Во-вторых, индексы имеют временной период для сравнения. Одни индексы сконструированы таким образом, что текущее состояние рынка сравнивается с состоянием рынка в базисный период, другие осуществляют оценку по сравнению с предыдущим периодом.

Например, для семейства фондовых индексов АК&Т – сводного, финансового, промышленного в качестве базисного принят 1993 г., когда 1 сентября они начали рассчитываться и значение трех индексов приняты равными единице. Формула расчета в этом случае имеет следующий вид:

$$J_n = \frac{C_n \cdot O_n}{C_0 \cdot O_0} \cdot J_0,$$

где J_n – индекс на n -ю дату;

C_n – текущая рыночная цена (цена на n -ю дату);

O_n – число акций в обращении на n -ю дату;
 C_0 – рыночная цена акций в базисный период;
 O_0 – число акций в обращении в базисный период;
 J_0 – базисное значение индекса (1,10,100,1000).

Если при расчете индекса сравнение происходит с предшествующим периодом, то формула принимает следующий вид:

$$J_n = \frac{C_n \cdot O_n}{C_{n-1} \cdot O_{n-1}} \cdot J_{n-1},$$

где C_{n-1} – текущая рыночная цена в предшествующий период;
 O_{n-1} – число акций в обращении в предшествующий период;
 J_{n-1} – индекс предшествующего периода.

Таким образом, принцип расчетов основан на соотношении суммарной капитализации составляющих к аналогичной величине либо базисного, либо предыдущего периода, к наиболее известным индексам, рассчитываемым по данному методу, можно отнести семейство индексов S&P сводный индекс Нью-Йоркской фондовой биржи, FT-100.

В-третьих, индексы представлены в наиболее удобных единицах измерения, чем средние. Хотя индекс в базовый период принимается за единицу, ему, как правило, присваивается более удобное значение – 10, 100 или 1000. Так, базовая стоимость классического среднеарифметического взвешенного индекса «FT-100» в настоящее время берется по состоянию на 3 января 1984г и равна 1000.

Это лишь общие принципы построения индексов и, разумеется, разные индексы конструируются поразному. Важно, насколько точно тот или иной индикатор отражает рынок и насколько четкая и беспристрастная картина, адекватная современному состоянию фондового рынка, складывается у инвестора. Это не в последнюю очередь зависит от учета факторов, влияющих на качественное конструирование индексов. К ним относят: размерность выборки, представительность, пересмотр выборки, время расчета индекса.

Размерность выборки. Выборка должна давать достаточно четкое представление об изучаемом секторе биржевого рынка. Отношение к выборке у разработчиков индексов разное. В мировой практике можно встретить индексы как с ограниченной выборкой, так и с весьма представительной. Так, например, коммунальный индекс Доу-Джонса включает акции только 15 компаний, а Всемирный индекс охватывает акции более чем 2500 компаний из 84 стран.

В российской практике при расчете индексов отношение к выборке разное. Индексы системы РТС включают акции всех компаний, прошедших листинг. Для расчета индексов интерфакса по нефтегазовому комплексу отбираются компании, объем добычи и переработки которых превышает установленный объем производства этого комплекса. Журнал «Коммерсантъ» рассчитывает индекс по 17 приватизированным промышленным компаниям.

Общий индекс российского рынка ликвидных акций Грант-100 представляет 100 обыкновенных акций самых крупных по рыночной капитализации российских предприятий с достаточным уровнем ликвидности. Доля ликвидных акций, не входящих в список, не превышает 3% капитализации списка. Подобная размерность выборки дает весьма точную картину исследуемого сектора фондового рынка, однако может оказаться неудобной и малоприменимой для инвесторов, специализирующихся на работе с отдельными группами акций и отраслями.

Поэтому предлагается индекс по пяти крупнейшим российским компаниям – НК ЛУКОЙЛ, РАО «ЕЭС», «Сургутнефтегаз», «Юганскнефтегаз», Ростелеком.

Использование малой размерности выборки имеет как положительные стороны, так и недостатки. Главным достоинством является то, что расчеты таких индексов быстрее и дешевле. Но в подобном расчете может быть большая ошибка, чем при более крупной размерности выборки.

Представительность. Индекс должен включать все сектора исследуемого рынка и в то же время только то, что он представляет.

Рассмотрим, например, индексы еженедельника «Деловой экспресс» – индексы группы ДЭК-2Б – банковский и ДЭК-2П – промышленный. Отбор ценных бумаг производится по принципу: 15 наиболее торгуемых бумаг (собирающих наибольшее количество заявок на покупку-продажу от профессиональных участников внебиржевого рынка) в секторе на начало очередного квартала при обязательном условии их непрерывного присутствия в списке 30 наиболее торгуемых в течение предыдущего квартала. Подобный подход в определенной степени оправдан на узком рынке, движение курсов акций на котором слабо связано с фундаментальными основами движения курсов. В этом случае индекс дает представление о движении курсовой стоимости лишь активно торгуемых акций, а не о том или ином сегменте рынка целом. Подобная методика построения индексов дает основание полагать, что индекс может быть применим лишь для краткосрочных спекулятивных операций.

На наш взгляд, практическая реализация данного принципа связана с установлением определенных критериев выборки.

С этой целью проанализируем методику расчета индекса РБК (ГВС) на текущую дату ($Ind_{ГВСi}$). Он рассчитывается как отношение текущей среднегеометрической рыночной капитализации акций (ГВС $_i$), включенных в листинг для расчета индекса, к среднегеометрической рыночной капитализации тех же акций на дату начала расчета индекса (ГВС $_0$) и умноженное на значение индекса на исходную дату ($Ind_{ГВС0}$).

Начальная дата ведения индекса – 15.08.96 г. Исходное значение индекса – 100. Выборка компаний осуществляется на основе листинга. Поэтому список компаний, котировки по обыкновенным акциям которых

используются для расчета индекса, не является строго фиксированным. Основанием для включения в листинг для расчета индекса РБК является выполнение следующих условий:

- компания является резидентом Российской Федерации и ее рыночная капитализация по обыкновенным акциям превышает 100 млн долл. США, или составляет более 0,5% суммарной капитализации всего рынка, рассчитанной по котировочному листингу РИА Росбизнесконсалтинг;
- обыкновенные акции данного эмитента ежедневно котируются операторами внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг; история развития курса акций компании в базе данных РИА «Росбизнесконсалтинг» имеет более трех месяцев.

Ревизия листинга осуществляется один раз в месяц экспертной комиссией в составе аналитиков РБК, независимых экспертов фондового рынка. При отсутствии котировок по обыкновенным акциям данного эмитента в течение одной недели этот эмитент содержится в листинге; при превышении этого срока эмитент автоматически исключается из листинга. На начальную дату ведения индекса решением экспертной комиссии в листинг было включено 27 компаний.

Свои критерии отбора имеет и агентство Скейт-Пресс:

- рыночная капитализация 110 млн. долл. США;
- дивидендная история не менее 3 лет;
- непрерывная динамика курса акций не менее 14 дней;
- наличие организованного вторичного рынка;
- эмитент – резидент РФ.

Пересмотр выборки. Индексы нуждаются в периодических корректировках компонентов. Если, например, индекс предназначен для представления определенного круга наиболее ликвидных акций, то состав выборки будет постоянно меняться. Поэтому регулярно пересматривается состав эмитентов в соответствии с заданными критериями.

Порядок исключения и введения новых эмитентов в состав выборки при расчете индексов устанавливается разработчиками. Например, при расчете индекса по методу обычной средней арифметической замена эмитентов в выборке, а также учет консолидации или сплита акций происходит на основе специального коэффициента – деноминатора.*

*Деноминатор – коэффициент, учитывающий изменение на рынке акций, которые связаны с косвенными факторами – заменой одних акций другими.

Пример расчета биржевой средней и деноминатора (табл. 5.1)

Таблица 5.1

Акции	До сплита		После сплита	
	цена	количество	цена	количество
А	100	1	25	5
Б	110	1	110	1
В	90	1	90	1
Итого	300		225	

$J = \frac{300}{3} = 100$. У компании А сплит 1:5, поэтому необходимо рассчитать деноминатор, который будет использоваться при определении биржевой средней впоследствии;

$225 : X = 100$, отсюда $X = 2,25$, если изменятся цены, то биржевая средняя составит:

Акции	А	Б	В	Итого
Цена	25	120	100	245

$$J = \frac{245}{2,25} = 108,8 \approx 109.$$

Если в последующем компания В перестала соответствовать критериям отбора и ее нужно заменить на компанию Д, то потребуются рассчитать новый деноминатор, его расчет можно представить в следующем виде:

Таблица 5.2

Акции до замены			Акции после замены		
эмитент	цена	деноминатор	эмитент	цена	деноминатор
А	25		А	25	
Б	120		Б	120	
В	100		Д	205	
Итого	245	2,25		350	3,2

$$J = \frac{245}{2,25} = 109.$$

Деноминатор 350 : X = 109, отсюда X = 3,2.

Время расчета индекса. Индекс может рассчитываться с определенной периодичностью:

- на начало каждого месяца (на определенную дату);
- ежедневно к установленному времени (индексы Скейт-Пресс рассчитываются ежедневно к 14 часам московского времени), по итогам торговой сессии (индексы системы РТС);
- в реальном времени (Всемирный индекс пересчитывается сразу же после заключения очередной сделки).

Индекс, взятый изолированно, вне связи с другими индексами, не представляет особого интереса. Они ценны тем, что рассчитываются на определенную дату и в совокупности представляют определенную картину. Поэтому на основе индексов строятся графики, диаграммы, которые публикуются в средствах массовой информации.

Расчет индекса можно свести к нескольким этапам:

- **предварительный** (выбор методики, отбор эмитентов, отвечающих критериям разработчиков);
- **расчет цены акций**, закладываемых в индекс;
- **расчет самого индекса.**

5.2. ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ В БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛЕ

Участник биржевой торговли рассчитывает получить максимальный доход и выбрать из всего многообразия котируемых активов инструментов те, которые являются наиболее эффективными с точки зрения инвестиционных предпочтений. Но как проанализировать все многообразие изменяющихся и зачастую неожиданно возникающих причин, прямо или косвенно влияющих на установление биржевых курсов?

Ответ на этот и многие другие вопросы можно получить, используя методы, приемы анализа, которые выработала теория и практика фондового рынка.

Подойти к оценке инвестиционной привлекательности активов можно двояко. Во-первых, с точки зрения их рыночной конъюнктуры, исследуя динамику курсов и, следовательно, анализируя рыночную *стоимость биржевых активов*. Во-вторых, изучая финансово-экономическое положение эмитента, отрасли, к которой принадлежит актив, и т.д., и на основе этого выявляется *«внутренняя», или так называемая реальная, стоимость актива*. Выводы аналитиков и являются основой для заключения сделок.

В соответствии с подобными подходами исторически сложились два направления в анализе рынка. Сторонники первого направления создали школу технического анализа, а последователи второго – школу фундаментального анализа.

Фундаментальный анализ основывается на оценке рыночной ситуации в целом и состоит из четырех блоков (рис. 5.1).

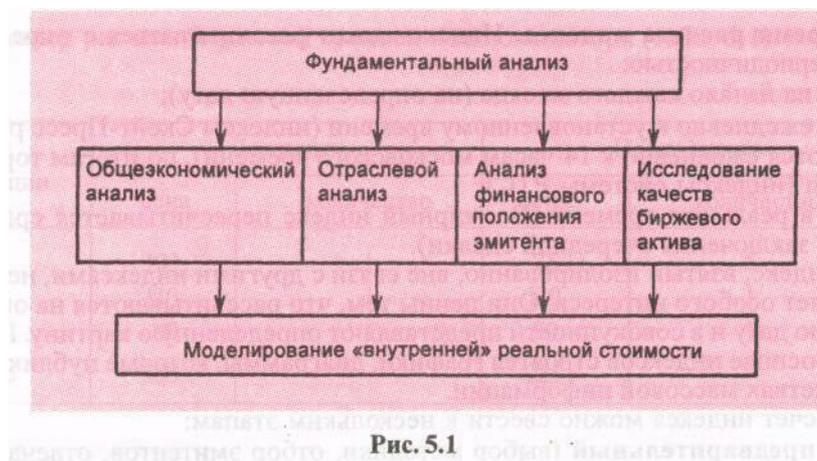


Рис. 5.1

Таким образом, моделирование цены предполагает многочисленные и весьма трудоемкие исследования для того, чтобы определить, завышена или занижена рыночная стоимость биржевого актива по сравнению с реальной стоимостью активов, будущими прибылями и т.д. С помощью фундаментального анализа делается прогноз дохода, определяющего будущую стоимость актива и, следовательно, который может повлиять на цену. На основе этого делаются рекомендации о целесообразности покупок и продаж.

В этом и состоит его коренное отличие от технического анализа, предполагающего, что все бесчисленные фундаментальные причины суммируются и отражаются в рыночных ценах. Основное положение, на котором строится технический анализ, заключается в том, что в движении биржевых курсов уже отражена вся информация, которая лишь впоследствии публикуется в отчетах фирмы и становится объектом фундаментального анализа. Основные объекты технического анализа – спрос и предложение на актив, динамика объемов операций по их купле-продаже, динамика курсов.

Более того, сторонники технического анализа склонны отрицать влияние роста доходности компаний и риска предпринимательства на стоимость актива. Действительно, наличие резких колебаний цен на акции, наблюдаемые на отечественном фондовом рынке, показывают, сколь велик бывает разрыв между предполагаемым доходом и реальной рыночной ценой.

Доходность актива, которая была определена фундаментальными аналитиками, необходимо оценить через механизм рынка. Там и только там под воздействием спроса и предложения устанавливается цена и в ней в каждой конкретной ситуации может быть отражена оценка – «модель идеального хода» на основе фундаментального анализа. Но этого может и не произойти.

Цена на биржевом рынке реагирует на различные слухи, политические движения, рациональные и иррациональные представления сотен покупателей и продавцов. Но она опирается и на фундаментальную оценку актива в целом – рынок отражает потребность покупателя в данном активе именно такого качества. Таким образом, между техническим и фундаментальным анализом нет «китайской» стены. Фактически многие аналитики биржевого рынка используют инструментарий и технического, и фундаментального анализа. Однако приемы технического анализа используются чаще, можно сказать, что это широко распространенная практика на биржевом рынке. Приверженцы этого метода так характеризуют его преимущества:

- 1) техническая легкость;
- 2) быстрота анализа;
- 3) пригодность для большого числа торгуемых на рынке активов, чем при осуществлении фундаментального анализа.

Тем не менее операторы рынка, использующие технический анализ, не могут предвидеть достаточно точно цены биржевого рынка на длительную перспективу. Поэтому для качественного анализа необходим комбинаторный подход, предполагающий использование также данных фундаментального анализа.

Безусловно, добывать эти данные каждому оператору биржевого рынка сложно. Можно с уверенностью сказать, что практически каждому профессионалу, работающему на бирже, доступен инструментарий технического анализа, но не каждому – фундаментальный.

Допустим, аналитик, осуществляющий фундаментальный анализ, выясняет, завышена или занижена рыночная стоимость данного актива по сравнению с их «внутренней» или «действительной» стоимостью. Цель этого анализа – выявить «недооцененные» рынком активы. На основании этого принимаются инвестиционные решения – купить, продать или держать данные активы.

Однако если рынок «недооценил» эти активы сейчас, то вполне возможно, что он не сделает это и в будущем, в результате издержки (затраты на анализ) не окупятся, т.е. нет никаких гарантий, что рынок подтвердит фундаментальные оценки аналитиков.

Кроме того, фундаментальный анализ – это тяжелая, трудоемкая работа, требующая и создания базы данных, и адекватного финансирования.

Причем доход от биржевых операций каждого отдельного оператора может оказаться недостаточным для финансирования затрат по проводимому им фундаментальному анализу. В странах с развитой рыночной экономикой широко используется методика рейтинговой оценки корпораций в различных отраслях экономики, осуществляемая специалистами в рамках фирмы, компании, агентства, бюро и т.д. Результаты фундаментального анализа стываются продуктом – товаром рынка и в форме бюллетеней, отчетов и т.д. продаются участникам биржевого торга.

Становление школ технического и фундаментального анализа наблюдается сейчас и в России. Основным препятствием в развитии технического анализа является отсутствие эффективного рынка, а фундаментального - недостаточная база для исследований и недостоверность ряда показателей. Сбор информации о предприятии-эмитенте, как правило, сопряжен с рядом трудностей.

Фундаментальный анализ основывается на исследовании целого ряда макроэкономических показателей, бухгалтерской отчетности эмитента. По-этапно характеризуя основные направления фундаментального анализа, можно выделить:

1. Общеэкономический, или макроэкономический, анализ. Положение экономики оценивается с учетом следующих факторов

- колебания делового цикла, ВВП, занятости, инфляции, процентных ставок, валютного курса и т.п. Учитывается фискальная и монетаристская политика правительства, влияние факторов на фондовый рынок. Таким образом, определяется социально-политический и экономический климат инвестиционной деятельности.

2. Индустриальный анализ предполагает изучение законодательного регулирования деятельности отрасли, делового цикла в данной отрасли, ее структуры, конкурентоспособности, уровня издержек, трудовых отношений, длительности производственного цикла, а также осуществление классификации отраслей по отношению к уровню деловой активности и по стадиям развития. В результате осуществляется качественный прогноз развития отрасли.

3. Анализ конкретного эмитента (фирмы, корпорации). Оценка эмитента включает следующие блоки:

- анализ финансового положения компании (предприятия) – оценка платежеспособности – коэффициенты ликвидности и оценка финансовой устойчивости – определение цены фирмы, ее доходов, положения на рынке в основном через показатель объема продаж, активов и пассивов компании. Этот блок анализа предполагает расчет нормы прибыли на собственный капитал и другие показатели, характеризующие эффективность деятельности компании;
- анализ состояния и перспектив развития менеджмента, организационные и коммерческие условия работы – изучается практика управления компанией, состав управляющих органов (Совета директоров) и т.д.

4. Изучение инвестиционных свойств ценных бумаг или иных финансовых активов на основе локальных показателей – дохода на акцию, коэффициента дивидендной отдачи и т.д.

Фундаментальный анализ предполагает, во-первых, структуризацию информационных потоков, во-вторых, обработку полученных материалов – расчет необходимых показателей, коэффициентов, индикаторов и на основе этого оценка и прогнозирование «внутренней» стоимости акции. Таким образом, фундаментальный анализ имеет в основном описательный характер и согласно вышеприведенным этапам выявляет положение в экономике в целом. Макроэкономический анализ в рыночной экономике – это исследование рынка, живущего по законам спроса и предложения. Цена на фондовом рынке зависит прежде всего от совокупности капиталов, инвестируемых в биржевые активы (спрос) и от объема предлагаемых для продажи биржевых активов (предложение), т.е. их соотношение определяет конъюнктуру биржевого рынка.

В стадии высокой конъюнктуры наблюдается прирост денежной массы, направленной для инвестирования на бирже, что требует повышения курсов для уравнивания цены. Внешний спрос позволяет биржевому рынку функционировать устойчиво, и курсы легко повышаются вверх.

В стадии низкой конъюнктуры, когда объем активов, предназначенных для продажи, превышает платежеспособный спрос, наблюдается отток капитала с биржи, так как владельцы биржевых активов могут их реализовать только при значительных потерях в цене. В результате курсы понижаются, и такой биржевой рынок называется «тяжелым».

Таким образом, конъюнктура биржевого рынка находится под влиянием спроса – притока капитала на бирже и ухода с нее. Фундаментальный макро-экономический анализ изучает влияние факторов на этот процесс. Основным источником капитала – валовой национальный продукт (ВВП). Финансовый рынок его не создает, а лишь перераспределяет на основе использования механизма фондовой биржи. Поэтому, чем выше произведенный валовой национальный продукт, тем на больший объем инвестиций можно рассчитывать на биржевом рынке.

Однако вполне возможно, что средства не поступят на биржевой рынок. Почему?

Во-первых, они могут быть использованы на потребление. Основную часть инвестиций на биржевой рынок поставляет население, если оно имеет доходы, превышающие расходы на потребление. Увеличение занятости, рост заработной платы, снижение налогов, способствующие притоку капитала на рынок. Однако высокий уровень инфляции может привести к тому, что практически все средства населения будут использованы на потребление. Аналитики, занимающиеся фундаментальными исследованиями на макроуровне, отмечают, что эффективная система социального обеспечения, при которой расходы, ранее покрываемые образованием резервов, обеспечиваются социальными выплатами, снижает приток капитала на биржевой рынок.

Во-вторых, инвесторы могут отдать предпочтение либо биржевым активам, либо другим видам использования своих средств. Конкуренция существует не только между реальным инвестированием и финансовыми вложениями, но и внутри секторов финансового рынка, например вложение средств в валюту на вклады в банк или для приобретения биржевых активов. Поэтому фундаментальный анализ изучает движение процентных ставок, динамику валютного курса в сопоставлении с индикаторами биржевого рынка.

В-третьих, доходы могут быть инвестированы за границей. В связи с этим предметом макроэкономической части фундаментального анализа становятся социально-политический и экономический климат в стране, фискальная монетаристская политика ее правительства, влияние макрофакторов на биржевой рынок.

На втором этапе для установления приоритетов инвестирования средств также большое значение имеет индустриальный анализ. Цены на большинство акций меняются вместе и в соответствии с основной рыночной тенденцией (с трендом рыночной конъюнктуры). Но при этом следует учитывать, что при падении цен наиболее сильно падает курс тех активов, которые имеют под собой слабую основу.

Аналогично в разные периоды приоритетное развитие получают какая-либо отрасль или группа отраслей, имеющая монопольное положение на рынке (например, группа добывающих отраслей) или серьезные инновации, обеспечивающие открытие нового сектора продаж. Выявить и прогнозировать отраслевые отклонения от тренда рыночной конъюнктуры позволяет индустриальный анализ. Эта часть фундаментального анализа дает возможность классифицировать отрасли по отношению к уровню деловой активности и по стадиям развития.

Наиболее важным является этап фундаментального анализа – анализ конкретного предприятия (фирмы, корпорации), который предполагает изучение деятельности фирмы, оценку ее финансового состояния и положения на рынке и позволяет оценить и спрогнозировать:

- текущее и перспективное состояние предприятия;
- вероятные темпы развития предприятия;
- возможность мобилизации доступных источников средств;
- положение предприятия на биржевом рынке.

Большинство зарубежных аналитиков полагает, что наиболее существенным является получение информации по следующим вопросам:

1. Чем занимается компания?
2. Каков доход на акции компании?
3. Какой дивиденд выплачивает компания?
4. Какова текущая рыночная цена на ее акции и как она выглядит в сравнении с максимальными верхними и нижними уровнями прошлого цикла? Как соотносится биржевой курс с расчетной стоимостью исходя из стоимости активов компании и доходности их использования?
5. Каковы резервы компании?
6. Как выглядит настоящий и будущий рынок компании?
7. Кто управляет компанией, насколько велико доверие к ее руководству (качество менеджмента)?

Анализ этих вопросов лежит в сфере «интересов» школы фундаментального анализа, но отечественным аналитикам не всегда достаточно информации для ответа на данные вопросы.

Касаясь этапа фундаментального анализа, задача которого проанализировать инвестиционные качества финансовых активов и спрогнозировать цену на них, следует рассмотреть четыре основных элемента оценки: объем резервов, финансовые операции, структура рынка данного актива и, наконец, его доходность, которая и является с учетом всех вышеперечисленных факторов базой определения цены.

Объем резервов компании служит гарантией стабильности дивидендных выплат и позволяет акционерному обществу осуществить увеличение капитала за счет присоединения резервов. Кроме того, резервы повышают ликвидную стоимость активов. Таким образом, увеличение резервов влияет на биржевой курс того или иного актива и поэтому учитывается фундаментальными аналитиками при моделировании цены акций.

Финансовые операции, проводимые акционерным обществом, могли и не оказать влияние на курсы активов, однако рыночные ожидания инвесторов приводят к тому, что биржевой курс ценной бумаги приходит в движение. Так, например, если акционерное общество увеличивает свой капитал за счет резервов, то инвесторы воспринимают это как признак процветания компании и расширения рынка ее активов. Аналогично воспринимается увеличение капитала за счет поглощения другого акционерного общества. В частности, повышение курса акций может последовать и за выпуском облигации. Инвесторы считают, что эффективное использование заемных средств, привлеченных облигационным займом, повысит доходность акционерного общества и ожидания инвесторов отражаются в росте курса.

Важным элементом моделирования цены является структура биржевого рынка данной ценной бумаги.

«Узкий» рынок, где ежедневно совершаются сделки с небольшим количеством ценных бумаг, чутко реагирует на незначительное их количество. Цена на таком рынке управляема. Стоит совершить всего несколько сделок, чтобы добиться желаемого повышения или понижения курса.

«Широкий» рынок, напротив, не изменят даже крупные сделки, так как подобные операции осуществляются ежедневно.

И наконец, для определения «внутренней» стоимости активов исследуется главный элемент – доходность биржевых активов, их способность приносить прибыль от инвестируемых в нее денежных средств.

Например, для анализа доходности акций используется система показателей. В связи с тем что доход держателей обыкновенных акций состоит не только из дивидендов, но и из прироста курсовой стоимости, они заинтересованы в анализе дохода в расчете на акцию.

$$\text{EPS} = \frac{\text{Прибыль после налогов} - \text{Выплаты по привилегированным акциям}}{\text{Обыкновенные акции в обращении}}$$

(прибыль на акцию)

Данный показатель дополняется коэффициентом дивидендной отдачи, характеризующим соотношение между величиной дивиденда и ценой акции.

$$\text{Коэффициент дивидендной отдачи} = \frac{\text{Дивиденд} \cdot 100\%}{\text{Цена акции}}$$

Используя данный коэффициент как статистический индикатор, можно сопоставить степень доходности акций различных корпораций, а также различных фондовых инструментов и направлений инвестирования.

Коэффициент выплачиваемости позволяет оценить, какую долю в чистом доходе корпорации составляют выплачиваемые дивиденды.

$$\text{Коэффициент выплачиваемости} = \frac{\text{Дивиденд} \cdot 100\%}{\text{Доход на одну акцию}}$$

Если по простым и по привилегированным акциям размер дивиденда не совпадает, то величину дивиденда, стоящую в числителе формулы, определяют как средневзвешенную величину (частное деления) суммы произведений количества соответствующих видов акций на величину дивидендов по ним к общему количеству акций, находящихся в обращении. Покупая акцию, владелец приобретает не только сегодняшний доход, но и будущие дивиденды. Поэтому при стабильном, постоянно выплачиваемом дивиденде, который имеет тенденцию роста, курс акций возрастает.

Метод определения цены акции на основе дивиденда является частным случаем оценки акции как производной от величины будущих доходов компании, скорректированной на степень риска, который связывается инвестором с реализацией прогнозируемых доходов. В таких ситуациях аналитик оценивает поток дохода, а не реальные и нематериальные активы, использование которых обеспечивает его получение. Этот метод широко используется в практике фундаментального анализа, но его не легко применять.

Методом оценки капитализации доходов предусматриваются два этапа: первый – оценка будущих доходов и второй – выбор нормы капитализации для использования в оценке.

Обычно аналитик основывает оценку будущих доходов компании на ее средних доходах за последние несколько лет с учетом корректировки, связанных с его ожиданиями дальнейших перспектив компании на ближайшие пять или более лет. Вместо попытки предсказать доходы на каждый год из этого будущего периода, аналитик просто принимает среднюю величину доходов на этот период или прогнозирует плавную тенденцию. Корректировки ранее сложившейся структуры доходов могут быть связаны с ожидаемыми изменениями в национальной экономике, появлением новых продуктов, потенциальным слиянием компаний, обращением в обычные акции основных конвертируемых ценных бумаг и с другими факторами, выявленными в процессе макроэкономического индустриального анализа.

Норма капитализации является обратным коэффициентом цены к доходам, выраженной в процентах. Она отражает норму, по которой на рынке капитализируется стоимость текущих доходов. Например, умножение средней величины доходов на норму капитализации в 10% (или в 10 раз) равнозначно расчету дисконтированной стоимости по потоку равных годовых доходов за длительный период, уменьшенному на 10%. Также норма капитализации в 20% эквивалентна коэффициенту цены к доходам, равному 5 единицам, который, будучи умноженным на средние прогнозируемые доходы, даст стоимость, являющуюся дисконтированной стоимостью такого же потока доходов, уменьшенного на 20%. Ясно, что потоки доходов непостоянны по времени. Однако из-за высокой степени неуверенности для выяснения, чему равны действительные доходы в любом конкретном году, аналитику удобнее упростить проблему, используя расчет средних прогнозируемых доходов.

В большинстве случаев, чем больше аналитик уверен, что прогнозируемые доходы будут реализованы, тем ниже норма капитализации, применяемая к этим доходам. Например, в случае с бизнесом с очень стабильными доходами исторически и в перспективе аналитик может использовать норму капитализации 7%. Если прогнозируемые доходы составляли 5 долл. на акцию, такая норма предполагает рыночную стоимость около 70 долл. (5 долл.: 0,07 = 71,43 долл.). Также аналитик, оценивающий бизнес с высокой степенью риска, может использовать или консервативный прогноз доходов, или высокую норму капитализации. В случае с компаниями с большим потенциальным ростом иногда к текущим доходам применяется очень низкая норма капитализации. В этих случаях указанная норма может достигнуть 1%.

Выбор соответствующей нормы капитализации очень субъективен. Она является производной от рассчитанного риска, связанного с реализацией прогнозируемого потока доходов и желанием инвестора взять на себя этот риск. Например, на основе прогнозируемых доходов аналитик может принять норму 15% капитализации. Однако инвестор может решить, что она слишком низка, поскольку, если компании не удастся достичь прогнозируемых доходов, любые потери акций уничтожат большую часть сбережений инвестора. Поэтому инвестор может потребовать установить норму капитализации 30% до начала осуществления вложений. Одним из показателей для принятия приемлемых норм капитализации является определенное рынком соотношение р/е конкретных отраслей или компаний с характеристиками, приближенными к оцениваемой компании.

Определенная политика связана с ролью выплачиваемых дивидендов в оценке надежности акций компаний. Метод капитализации доходов предполагает, что 1 долл. доходов одинаково ценен для инвестора независимо от того, будет ли он выплачен в качестве дивиденда или оставлен для реинвестирования в компанию. Напротив, некоторые

инвесторы утверждают, что оценка надежности отражает ожидаемый поток денежных средств, не поступающий в собственность, т.е. платежи по дивидендам. Такой подход для определения стоимости скорее предполагает капитализацию прогнозируемого потока выплат по дивидендам, чем доходов, в конечном итоге то, как конкретный инвестор будет зависеть от финансовых потребностей инвестора и его ресурсов, а также от перспектив доходов компании относительно потенциальной нормы прибыли по дивидендам инвестора.

К инструментарию фундаментального анализа относится и применяемый метод коэффициентов. При этом, однако, нельзя не отметить, что анализ коэффициентов имеет дело только с количественными данными. Поэтому использование только коэффициентов без проведения всех этапов фундаментального анализа может привести к получению недостоверной информации.

Наиболее часто используются следующие коэффициенты:

1) коэффициент $p/e = \text{ratio}$ определяется как отношение курсовой стоимости акции к величине чистой прибыли в расчете на одну обыкновенную акцию;

2) коэффициент $d/p = \text{ratio}$ определяется как отношение дивиденда по обыкновенной акции к ее курсовой стоимости;

3) бета-коэффициент определяет влияние общей ситуации на рынке в целом на судьбу конкретной ценной бумаги. Если бета-коэффициент положителен, то эффективность данной ценной бумаги аналогична эффективности рынка. Эффективность данной ценной бумаги будет снижаться при возрастании эффективности рынка.

Бета-коэффициент также принято считать мерой риска инвестиций в данные ценные бумаги. При бета больше единицы риск инвестиций выше, чем в среднем по рынку, а при бета, меньшем единицы, наоборот;

4) Г-квадрат (Γ -squared). Он характеризует долю риска вклада в данную ценную бумагу. Чем ближе Г-квадрат к нулю, тем более независимым является поведение акции по отношению к общей тенденции рынка.

Результаты анализа финансовых коэффициентов имеют несомненное значение при сравнении со стандартами, выбор которых всегда затруднителен. Сравнение можно проводить с аналогичными показателями западных компаний или коэффициентами других эмитентов в данном секторе рынка.

Высокое соотношение p/e -ratio может указывать, например, на то, что инвесторы, покупающие данную бумагу, ожидают роста прибыли компании. Вместе с тем вполне возможно, что потенциал роста курсовой стоимости данной ценной бумаги исчерпан и поэтому может начаться падение цены.

Классическими приемами анализа p/e -ratio являются:

1) сравнение сегодняшнего соотношения p/e (данного коэффициента) со средним уровнем прошлого периода, составляющего от 5 до 10 лет. При этом необходимо учитывать инфляцию, а следовательно, ключевым вопросом является вопрос о том, компенсируют ли в будущем доходы и дивидендные выплаты рост рыночного процента, обусловленный инфляционными процессами? Это, естественно, зависит от возможности продаж производимой продукции по более высоким ценам и роста рентабельности в пропорции, опережающей или соответствующей темпам инфляции;

2) сравнение сегодняшнего p/e -ratio с p/e -ratio акций, аналогичных по основным условиям оценки рентабельности, возможностям реинвестирования, недиверсифицированным эксплуатационным характеристикам и финансовому риску.

Перехитрить рынок – явно нелегкая задача, которую пытаются решить аналитики, занимающиеся фундаментальным анализом. Если даже они, занимаясь поиском недооцененного биржей актива, обладая определенной информацией, недоступной широкой публике, выявили ее, то где гарантия, что ценная бумага все-таки будет оценена рынком в соответствии с фундаментальным анализом.

5.3. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА В БИРЖЕВОМ ДЕЛЕ

Японские подсвечники как инструмент технического анализа использовались японскими трейдерами на протяжении столетий, и лишь сравнительно недавно они привлекли внимание трейдеров из других стран. Эта глава посвящена вопросам построения и интерпретации японских подсвечников.

Однако перед тем, как перейти к рассмотрению указанного метода, обратимся к истории. Происхождение японских подсвечников связывают с именем Тунехизы Хомма, который «сделал» весьма значительные деньги на торговле рисом и различными инструментами. М. Хомма был автором по меньшей мере двух книг о поведении рынка (Sakata Senho и Soba Sani По Де), в которых были заложены основы того, что сегодня называется методом японских подсвечников. Исследование японских подсвечников будет, с нашей точки зрения, более наглядным при условии сравнения их с традиционными методами отображения ценовой динамики (рис. 5.2 и 5.3). На первом из них изображен традиционный биржевой график, а на втором – те же самые данные в форме японских подсвечников.

Эти графики имеют много общего. Во-первых, они построены с применением одинакового масштаба. Во-вторых, они характеризуются схожими очертаниями. В-третьих, обе диаграммы могут использоваться совместно с другими инструментами технического анализа (скользящими средними, осцилляторами и т.д.). В-четвертых, диапазон максимальных и минимальных значений цены одинаков для каждого момента. Различие между ними состоит в том, как графически представлены цены открытия и закрытия.

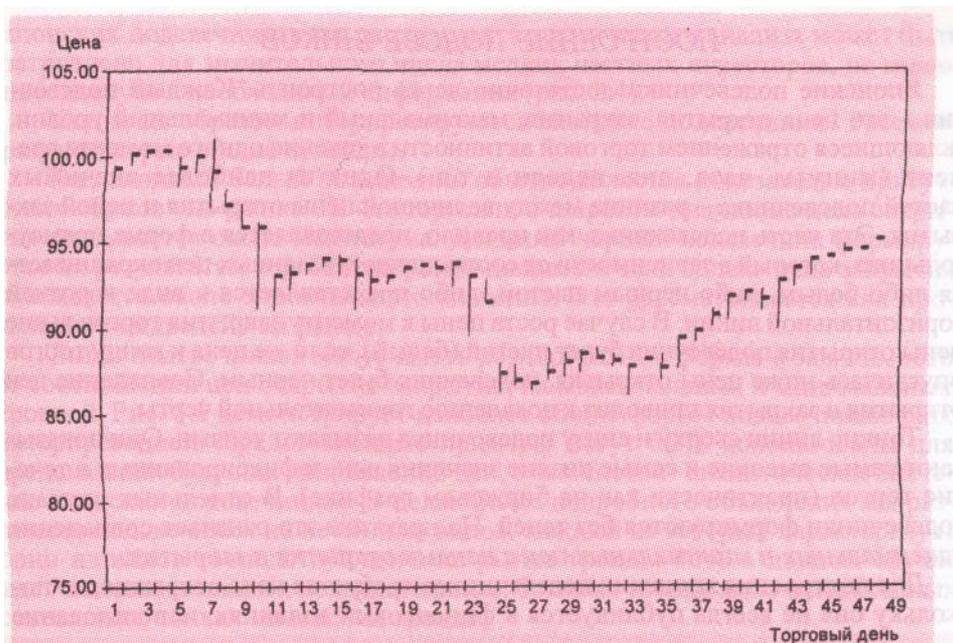


Рис. 5.2

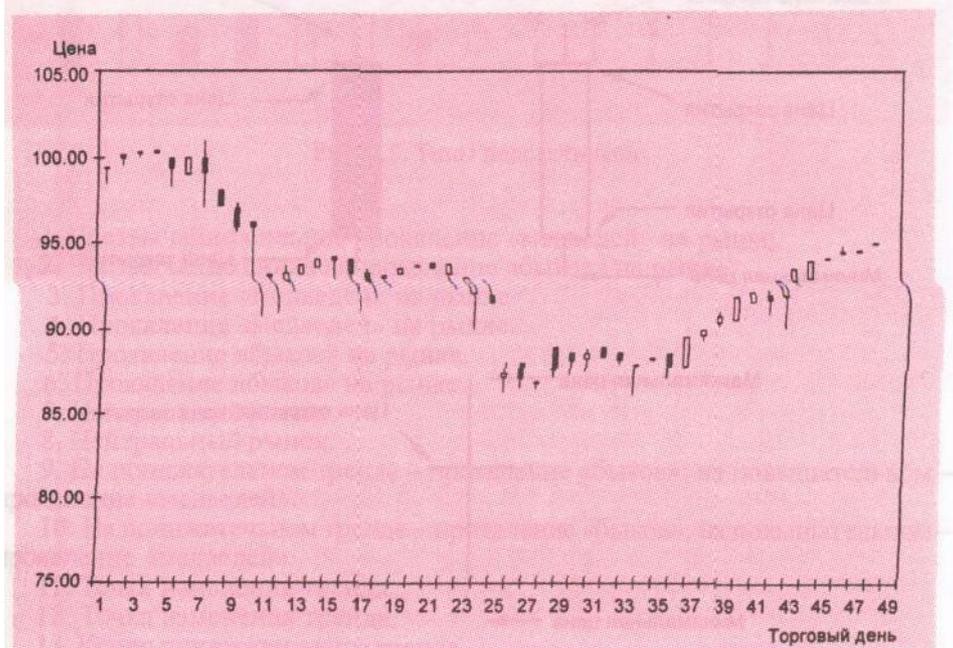


Рис. 5.3

ПОСТРОЕНИЕ ПОДСВЕЧНИКОВ

Японские подсвечники достаточно легко построить. Каждый подсвечник – это цена открытия, закрытия, максимальный и минимальный уровни, являющиеся отражением торговой активности в течение одного момента времени (минуты, часа, дня, недели и т.д.). Одна из наиболее значимых частей подсвечника – разница между величиной цены открытия и ценой закрытия. Эта часть подсвечника, как правило, представляется в форме прямоугольника, который в зависимости от соотношения указанных цен окрашивается либо белым, либо черным цветом, либо представляется в виде короткой горизонтальной линии. В случае роста цены к моменту закрытия торгов выше цены открытия подсвечник будет пустой (белый), если же цена к концу торгов опустилась ниже цены открытия, подсвечник будет черным. Совпадение цен открытия и закрытия приводит к появлению горизонтальной черты.

Тонкие линии сверху и снизу подсвечника называют тенями. Они показывают самые высокие и самые низкие значения цен, зафиксированных в течение торгов (практически как на биржевом графике). В отдельных случаях подсвечники формируются без теней. На практике это означает совпадение максимальных и минимальных цен с

ценами открытия и закрытия.

Для построения японских подсвечников требуется цена открытия, но поскольку она не всегда публикуется в финансовых изданиях, использование японских подсвечников как инструмента технического анализа может быть затруднено для значительного числа мелких частных инвесторов, не имеющих доступа к необходимой информации (рис, 5.4).

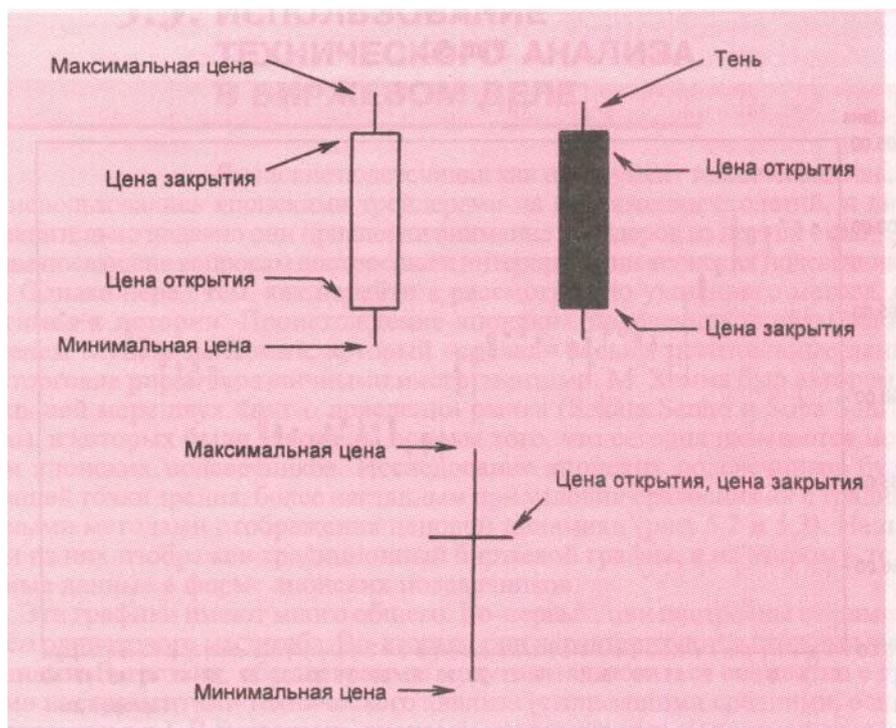


Рис. 5.4. Построение японских подсвечников

Каким же образом интерпретируются японские подсвечники? Рассмотрим некоторые общие примеры.

Так, длинный белый подсвечник обычно является показателем присутствия «быков» на рынке. После торговли в широком диапазоне цена закрытия оказывается около максимума. Длинный черный подсвечник формируется по результатам торгов в широком диапазоне цен, однако цена закрытия оказывается около минимального значения. Это рассматривается как проявление «медведей» на рынке.

Линии подсвечников могут иметь разнообразные формы в зависимости от соотношений цен открытия-закрытия, их максимальных и минимальных уровней. Рис. 5.5 демонстрирует наиболее общие формы подсвечников с их интерпретацией. Представленные примеры могут быть использованы для предсказания будущих направлений цен, в чем состоит аналитическое значение японских подсвечников. В целях более подробного объяснения мы разделили подсвечники на несколько видов, каждый из которых характеризует один из видов господствующего на рынке тренда. Речь в данном случае идет о понижательном, повышательном, боковом тренде либо о переходных состояниях. точках изменения тренда.

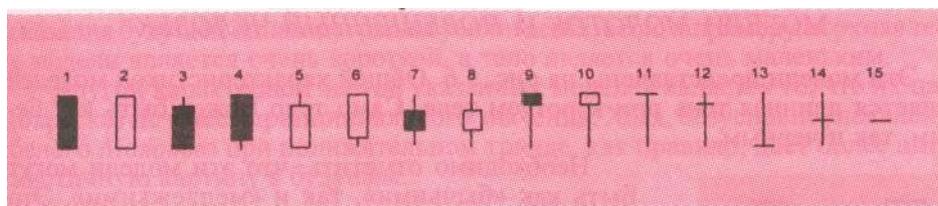


Рис. 5.5. Типы подсвечников

1. Чрезвычайно сильное проявление «медведей» на рынке.
2. Чрезвычайно сильное проявление «быков» на рынке.
3. Проявление «медведей» на рынке.
4. Проявление «медведей» на рынке.
5. Проявление «быков» на рынке.
6. Проявление «быков» на рынке.
7. Нейтральный рынок.
8. Нейтральный рынок.
9. На понижательном тренде – проявление «быков»; на повышательном -проявление «медведей».
10. На понижательном тренде – проявление «быков»; на повышательном -проявление «медведей».

- II. Точка изменения тренда.
- 12. Точка изменения тренда.
- 13. Конец понижательного тренда.
- 14. Точка изменения тренда.
- 15. Возможная точка изменения тренда.

ОБРАТНЫЕ МОДЕЛИ В ЯПОНСКИХ ПОДСВЕЧНИКАХ

Одним из методов технического анализа является отслеживание динамики различных характеристик состояния рынка для выделения так называемых обратных моделей, которые рассматриваются как ключ к пониманию происходящих событий. Сам термин обратная модель нуждается в некотором пояснении. Первое впечатление, возникающее при употреблении этого термина, может быть сведено к возникновению на рынке ситуации, когда один тренд завершается и вместо него появляется новый тренд. На самом деле такие ситуации чистого изменения тренда далеко не всегда появляются на рынке. Скорее всего речь должна идти о постепенном поэтапном процессе, полное завершение которого действительно даст изменение тренда. Именно поэтому обратные модели лучше рассматривать как предупреждения об изменении господствующего тренда.

Японские подсвечники представляют широкое многообразие обратных моделей (например, *Молоток*, *Повешенный человек*, *Поглощение* и др.), отдельные из которых будут рассмотрены более подробно. Важно отметить, что сам метод японских подсвечников характеризуется повышенной эмоциональностью, что получило отражение в названиях различных обратных моделей.

МОДЕЛИ МОЛОТОК И ПОВЕШЕННЫЙ ЧЕЛОВЕК

Эти модели представлены на рис. 5.6. Общей характеристикой моделей является длинная тень при коротком теле. Само тело может быть как белым, так и черным.

Необходимо отметить, что эти модели могут быть как «бычьими», так и «медвежьими». Это зависит от того, где формируются указанные модели. Так, например, если модель проявляется при понижательном тренде, как это показано на рис. 5.7, то считается, что понижательный тренд должен измениться на тренд повышательный. Формирующаяся на понижательном тренде модель получила название *Молоток* (рис. 5.7).

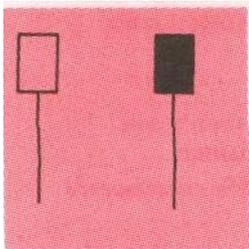


Рис.5.6. Графическое Представление моделей

В случае проявления на рынке противоположной ситуации, когда на повышательном тренде формируется рассматриваемый японский подсвечник, считается, что модель получила название *Повешенного человека*. При этом она подсказывает изменение тренда с повышательного на понижательный.

Для выделения моделей типа *Молоток* и *Повешенный человек* необходимо использовать следующие критерии.

Во-первых, тело всегда находится сверху, в верхних точках торгового диапазона для данного момента.

Во-вторых, нижняя тень должна быть по меньшей мере в два раза длиннее тела модели.

В-третьих, модели не имеют вообще или имеют чрезвычайно короткую верхнюю тень.

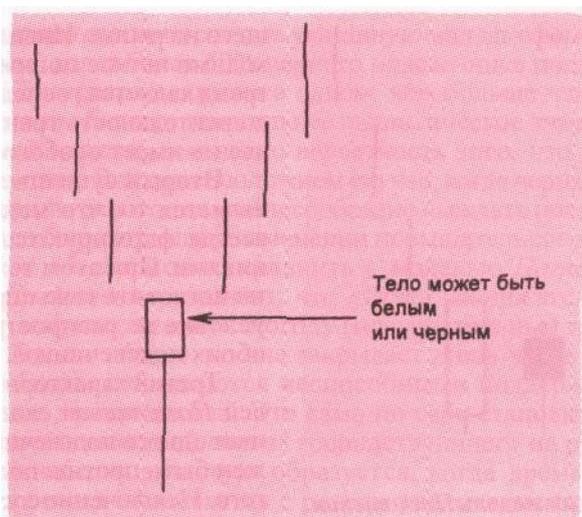


Рис. 5.7. Молоток

Аналитическое значение этих моделей, иными словами, качество предсказания будущей динамики рынка

усиливается, если, к примеру, верхняя тень в модели является очень короткой, а тело является очень маленьким.

Другой характерной чертой указанных моделей является то, что их цвет (окраска) не имеет принципиального значения. Хотя, безусловно, появление белого *Молотка* при понижательном тренде, как правило, дает более оптимистичную картину в будущем.

МОДЕЛИ ПОГЛОЩЕНИЯ

Если *Молоток* и *Повешенный человек* представляли собой обратные модели, состоящие фактически из одного японского подсвечника, то модели *Поглощения* являют собой более сложную комбинацию, дуэт подсвечников. Основной отличительной чертой моделей *Поглощения* является то, что они состоят из подсвечников разных цветов.

Так, на рис. 5.8 представлена «бычья» модель *Поглощения*. В данном случае на рынке первоначально господствовал понижательный тренд. «Бычья» модель *Поглощения* характеризует ситуацию изменения тренда с понижательного на повышательный. При этом тело белого подсвечника полностью закрыло тело черного. Точнее говоря, белый подсвечник поглотил черный подсвечник.

В противоположной ситуации, когда на рынке изначально преобладает повышательный тренд, формирующаяся модель «медвежьего» *Поглощения*, связанная с тем, что черный подсвечник перекрывает тело белого подсвечника, подсказывает начало понижательного тренда.

Правильное выделение моделей *Поглощения* возможно только при соответствии формируемых на рынке моделей определенным признакам. Среди них прежде всего необходимо отметить определенность тренда, господствующего на рынке. Иными словами, необходимо четкое понимание того, какой тренд является господствующим.

Продолжительность тренда в данном случае не имеет особого значения.

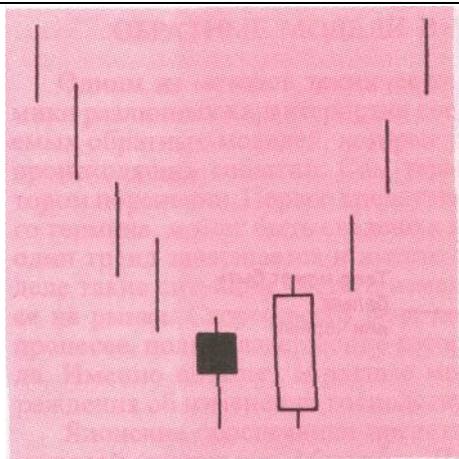


Рис. 5.8. «Бычья» модель *Поглощения*

Вторым существенным признаком является то, что модели *Поглощения* всегда формируются двумя подсвечниками. При этом тело второго должно поглотить тело первого. Последнее условие не распространяется на тени обоих подсвечников.

Третий характерный признак моделей *Поглощения* сводится к тому, что цвет одного подсвечника в модели должен быть противоположен цвету другого. Исключение составляют два случая. Первый из них характеризуется поглощением совершенно ничтожного по размерам (близкого к линии) белого тела значительным по размеру белым подсвечником. Если такая ситуация имеет место на понижательном тренде, то высока вероятность его изменения на тренд повышательный. Аналогичная ситуация с подсвечниками, один из которых является очень маленьким, а другой — большим, появляющаяся на повышательном тренде, свидетельствует в пользу его окончания и начала понижательного тренда.

МОДЕЛЬ ТЕТНОЕ ОБЛАКО

Следующая обратная модель, которую мы рассмотрим, носит название *Темное облако*. Она изображена на рис. 5.9. Данная модель также состоит из двух японских подсвечников. При этом японские подсвечники, образующие данную модель, окрашены в разные цвета.

Первая часть модели представлена белым подсвечником, который формируется на повышательном тренде. Его тело, как правило, достаточно значительно по своим размерам.

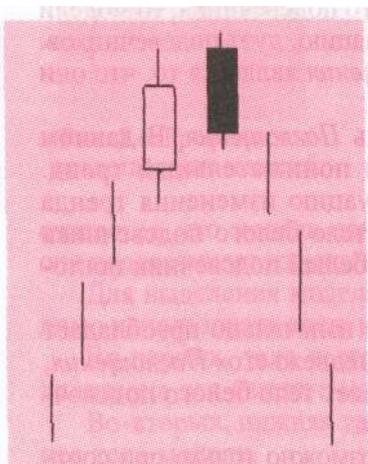


Рис. 5.9. Модель *Темное облако*

Второй подсвечник, входящий в модель, характеризует период торгов с более высокой максимальной ценой. Несмотря на это, торги для указанного периода заканчиваются менее оптимистично. Как минимальные цены, так и цены закрытия фактически оказываются в границах первой половины модели, иными словами, белого подсвечника. Принято считать, что нахождение по меньшей мере 50% черного подсвечника в границах тела белого подсвечника означает формирование модели *Темное облако*. Необходимо отметить, что отдельные более консервативные аналитики склонны считать указанную модель сформировавшейся только в том случае, когда более 50% черного подсвечника попадает в границы белого тела. Консерваторы правы в одном: чем больше черный подсвечник заходит в границы белого, тем сильнее аналитическое значение рассматриваемой обратной модели, тем выше вероятность того, что рынок достиг своего локального пика. В противоположном случае, когда черный подсвечник не достигает половины белого тела, целесообразно выждать появления дополнительного сигнала о предстоящем изменении повышательного тренда.

Модель *Темное облако* можно сравнить с моделью *Поглощения*. Фактически модель *Поглощения* означает, что «туча» (понижательный тренд) на рынке сменяет ясную солнечную погоду (повышательный тренд). Что же касается модели *Темное облако*, то она закрывает лишь часть солнца в той мере, в которой «быки» оказываются неспособными поддержать дальнейшее

повышательное движение цен. Это само по себе становится достаточным основанием для возможной смены господствующего на рынке тренда.

Модель *Темное облако* зачастую образуется, когда время формирования второго подсвечника связывается с резким увеличением объемных характеристик торгов, что объясняется повышенной активностью покупателей, отдельные из которых склонны переоценивать ситуацию и, более того, выдают желаемое за действительное. Следующий за взлетом цен их резкий сброс оказывается первым значимым аккордом, определяющим будущее рынка, – попадание все большей части черного подсвечника в белое тело.

Возможна и несколько иная рыночная ситуация. Предположим, что формирование черного подсвечника связывается с ростом цен выше основного уровня сопротивления. В данном случае объемные характеристики могут не отличаться неординарно высокими значениями. Торговая активность на этом высоком ценовом уровне оказывается весьма непродолжительной по времени. Цены достаточно быстро снижаются, что характеризует неспособность покупателей оказывать давление на продавцов. Последнее обстоятельство в дальнейшем оказывается решающим с точки зрения возможного изменения тренда.

Таким образом, при полном соответствии рыночной ситуации характеристикам модели *Темное облако* можно утверждать, что на рынке близко изменение тренда с повышательного на тренд понижительный. Более того, указанная модель, как правило, венчает собой господствующий до ее формирования повышательный тренд.

МОДЕЛИ ЗВЕЗДЫ

Следующим видом обратных моделей являются так называемые *Звезды*. Общим для всех них является то, что они формируются подсвечниками, один из которых является чрезвычайно небольшим, или просто доджи (отсюда *Звезда доджи*), и оторванным от предшествующего ему подсвечника с большим телом. При этом маленький подсвечник своим телом никак не перекрывает тело большого предшественника (рис. 5.10). Фактически между большим и малым подсвечниками появляется разрыв.

Другой важной характеристикой *Звезд* является то, что их цвет не играет сколько-нибудь значительной роли. *Звезды* формируются как на ценовых вершинах, так и в ценовых провалах (на ценовом дне).

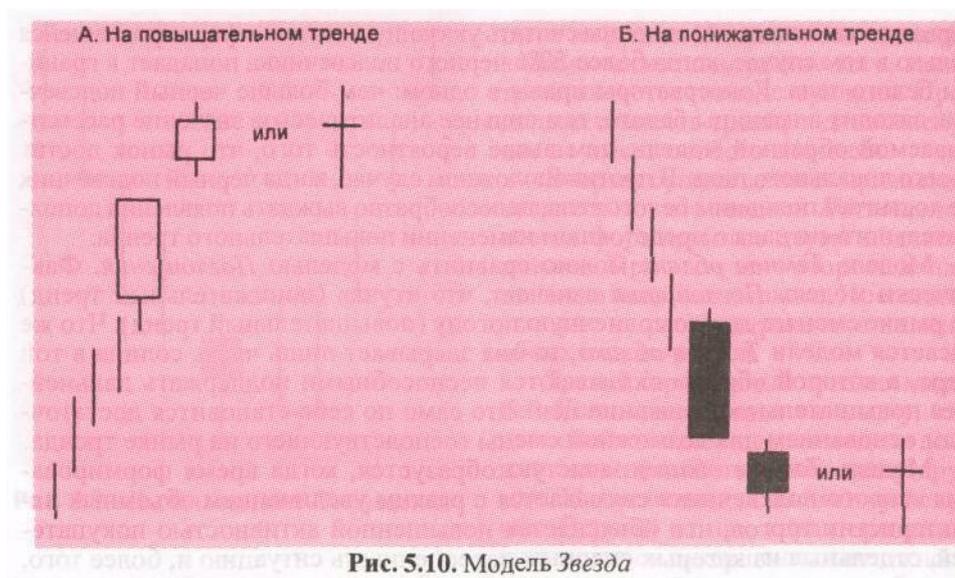


Рис. 5.10. Модель Звезда

Необходимо отметить, что появление *Звезды* и *Звезды доджи* является предупреждением об изменении господствующего на рынке тренда. Так, формирование *Звезды* на повышательном тренде после подсвечника с длинным белым телом фактически означает возникновение переходной ситуации на рынке, когда покупатели уже не могут «толкать» цены вверх, а продавцы еще недостаточно сконцентрировались для завершающего удара, за которым должно последовать снижение цен.

С другой стороны, при формировании *Звезды* на понижительном тренде намечается смена рыночной ситуации, так как давление предложения уже уравновешивается значительным спросом. Такой расклад сил не может рассматриваться как благоприятный для продолжения «медвежьего» давления.

Звезды являются составными частями других конструктивно более сложных моделей. К ним можно отнести *Утреннюю звезду*, *Вечернюю звезду*, *Звезду доджи* и *Стреляющую звезду*. Рассмотрим их более подробно.

МОДЕЛЬ УТРЕННЯЯ ЗВЕЗДА

Эта модель обязана своим названием настоящей утренней звезде – планете Меркурий, которая предвосхищает наступление восхода солнца. По аналогии с явлением природы модель *Утренняя звезда* предсказывает будущий рост цен.

Эта модель состоит из трех японских подсвечников. Первый из них обладает длинным черным телом. Второй представляет собой небольшой по размерам подсвечник, находящийся ниже уровня цены закрытия первого подсвечника и тем самым завершающий образование звезды. Последний, третий подсвечник имеет длинное белое тело и расположен на уровне первого подсвечника модели (рис. 5.11). Если коротко описывать аналитическое значение данной модели, то оно сводится к полному контролю рыночной ситуации со стороны «быков».

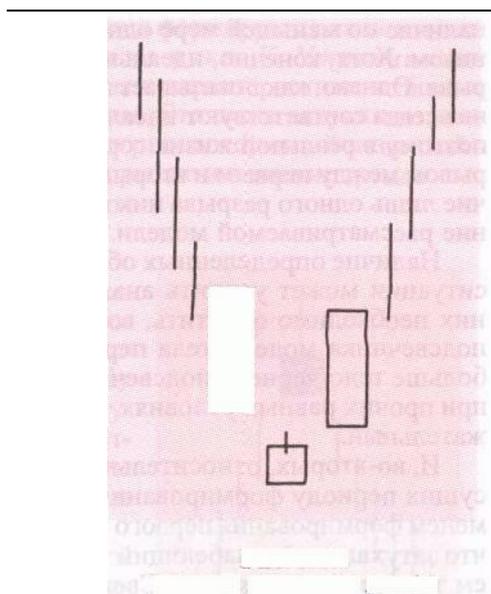


Рис.5.1. Модель *Утренняя звезда*

Начальный этап формирования модели *Утренняя звезда* связывается с понижательным трендом, подтверждением чего является первый подсвечник. Рыночная ситуация пока еще находится в руках «медведей». Однако далее появляется маленький подсвечник с небольшим телом. Это уже означает, что продавцы теряют возможность да и способность «толкать» цены дальше вниз. Следующий торговый период характеризуется построением белого подсвечника, знаменующего собой победу «быков».

В специфике данной модели необходимо выделить одну важную черту. Речь идет о разрывах до и после построения малого подсвечника. Именно этой чертой отличается идеальная модель *Утренняя звезда*.

МОДЕЛЬ ВЕЧЕРНЯЯ ЗВЕЗДА

Модель *Вечерняя звезда* представляет собой противоположность модели *Утренняя звезда* в том смысле, что характеризует ситуацию смены повышательного тренда понижательной тенденцией. Кроме того, в отличие от *Утренней звезды* модель *Вечерняя звезда* формируется на ценовых пиках или максимумах.

Своим названием эта модель обязана природной вечерней звезде (планете Венера), которая появляется как раз перед наступлением темноты. Применительно к рынку темнотой становится понижательный тренд.

Вечерняя звезда состоит из трех японских подсвечников. Первый из них имеет длинное белое тело, являясь последней сильной «волной» покупателей. Второй подсвечник есть не что иное, как второй малый компонент моделей типа *Звезда*. Иными словами, первые два подсвечника образуют звезду. Что же касается третьего подсвечника, то он имеет длинное черное тело, располагающееся по основным характеристикам на уровне первого длинного подсвечника (рис. 5.12).

Важно отметить, что к *Вечерней звезде* применяются те же самые требования, что и ко всем моделям типа *Звезда*, – второй подсвечник в модели может быть как черным, так и белым. Другим важным условием остается наличие по меньшей мере одного разрыва между первым и вторым подсвечником. Хотя, конечно, идеальная *Вечерняя звезда* должна содержать два разрыва. Однако, как показывает практика, реальные рыночные ситуации далеко не всегда соответствуют идеальным представлениям и построениям. Именно поэтому в реальной жизни гораздо чаще встречаются *Вечерние звезды* с разрывом между первым и вторым подсвечниками. Следует понимать, что наличие лишь одного разрыва никоим образом не ослабляет аналитическое значение рассматриваемой модели.

Наличие определенных обстоятельств, особых характеристик рыночной ситуации может усилить аналитическое значение *Вечерней звезды*. Среди них необходимо отметить, во-первых, сильное перекрытие телом

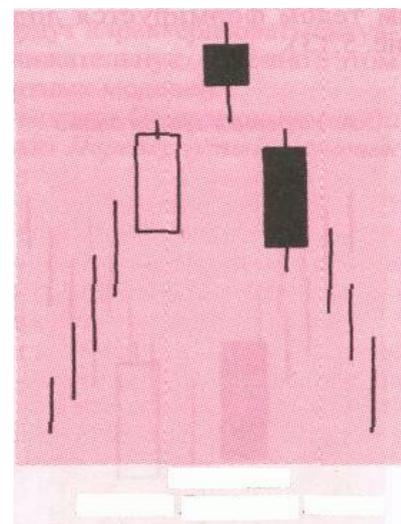


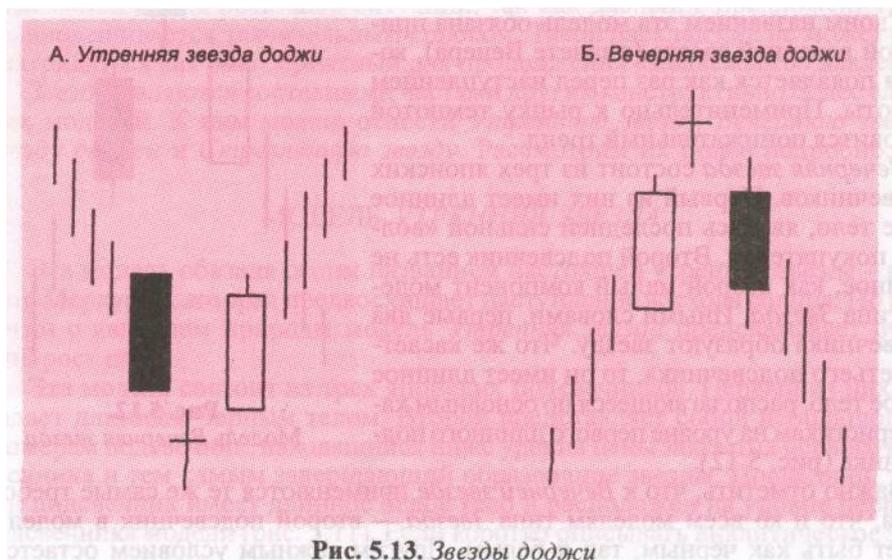
Рис.5.12.

третьего подсвечника модели тела первого белого подсвечника. Иначе говоря, чем больше тело черного подсвечника перекрывает тело белого, тем вероятнее, при прочих равных условиях, изменение тренда с повышательного на понижательный.

И, во-вторых, относительное увеличение объемных характеристик, присущих периоду формирования третьего подсвечника, по сравнению со временем формирования первого подсвечника модели. Это основывается на том, что затухающий, слабеющий тренд, как правило, сопровождается снижением торговой активности. Свежий и сильный тренд связывается с быстрым развитием, перегруппировкой сил, всплеском объемных показателей.

ЗВЕЗДЫ ДОДЖИ (УТРЕННЯЯ И ВЕЧЕРНЯЯ ЗВЕЗДЫ ДОДЖИ)

Как *Утренняя*, так и *Вечерние звезды доджи* получили свои названия благодаря тому, что в них вместо второго подсвечника с маленьким телом формируется доджи – крестообразный японский подсвечник (рис.5.13).



Как видно из рис. 5.13, *Утренняя звезда доджи* формируется на ценовом дне, а *Вечерняя звезда доджи* – на ценовом пике. К *Утренним* и *Вечерним звездам доджи* применимы все условия и характеристики, относящиеся к простым *Утренним* и *Вечерним звездам*. Столь же актуально для них правило подтверждения, в соответствии с которым следующий за звездой подсвечник должен указать на произошедшее на рынке изменение тренда.

ТОДЕЛЬ СТРЕЛЯЮЩАЯ ЗВЕЗДА

Данная обратная модель, состоящая фактически из одного подсвечника, формируется на ценовых пиках. Иными словами, появлению этой модели предшествует повышательный тренд (рис.5. 14). Идеальная *Стреляющая звезда* характеризуется тем, что ее совсем небольшое тело отрывается от тела предшествующего подсвечника. Иначе говоря, между телом рассматриваемой модели и предыдущим подсвечником происходит разрыв. Важно также отметить, что *Стреляющая звезда* может быть сформирована как белым подсвечником, так и черным. Это – применение общего для звезд правила.

Модель *Стреляющая звезда* может быть отнесена к достаточно часто повторяющимся моделям. Зачастую можно на одном графике встретить целый набор *Стреляющих звезд*. В такой ситуации, как правило, не все звезды будут соответствовать рассмотренным требованиям. Но в целом все они в зависимости от чистоты рисунка будут характеризовать ситуацию смены повышательной тенденции рынка на понижательную. Именно в этом состоит аналитическое значение данного вида обратных моделей.

Принципиальное значение при использовании модели *Стреляющая звезда* представляет понимание ее соотношения с моделью *Перевернутый молоток* (рис, 5.15). Это объясняется графической схожестью указанных моделей.

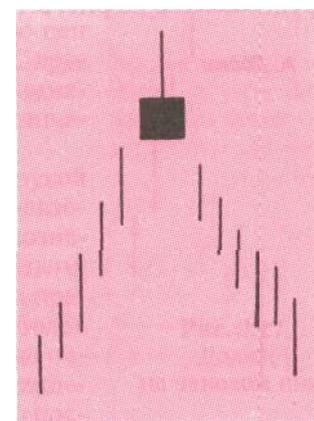


Рис. 5. 14. Модель

Стреляющая звезда

Тодель *Перевернутый молоток* в отличие от модели *Стреляющая звезда* формируется не на ценовом пике, а на ценовом дне. Более того, формирование *Перевернутого молотка* означает изменение тренда с понижательного на повышательный. Таким образом, *Перевернутый молоток* имеет то же самое аналитическое значение, что и *Молоток*.

Подтверждением *Перевернутого молотка* является формирование после него белого подсвечника длинным телом, которое отрывается от рассматриваемой модели. Чем больше разрыв между *Перевернутым молотком* и белым подсвечником, следующим за ним, тем надежнее полученное подтверждение о наступлении повышательной тенденции.

К рассматриваемой модели также применимо правило, по которому «тело» подсвечника, образующего *Молоток*, может быть как белым, так и черным.

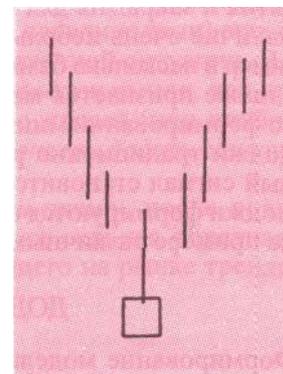


Рис.5.15. Модель *Перевернутый молоток*

МОДЕЛИ ДОДЖИ

Как уже было показано раньше, доджи представляет собой японский под свечник, который характеризуется совпадением двух параметров – цены открытия и цены закрытия торгового периода. Разновидности этой модели представлены на рис. 5.16.

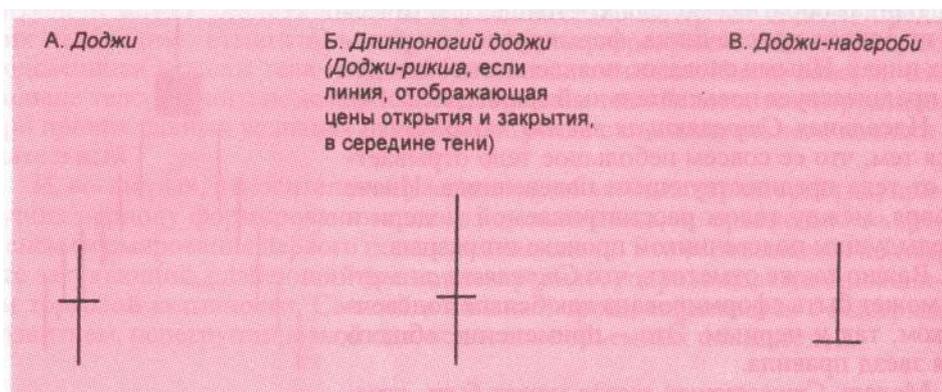


Рис. 5.16. Различные виды модели доджи

Ты уже имели возможность познакомиться с этой моделью при рассмотрении различных видов звезд. Тогда доджи являлся лишь составной частью, компонентом более сложных по построению моделей. Однако разнообразие проявлений доджи, а также аналитическое значение данной модели требуют более пристального изучения ее характеристик.

Идеальная модель доджи характеризуется полным совпадением цены открытия и закрытия для торгового периода. Однако необходимо отметить, что наличие очень небольшой разницы между ценой открытия и закрытия, например в несколько базисных пунктов, при условии совпадения остальных черт также признается моделью доджи. С графической точки зрения речь идет о формировании минимального тела подсвечника, близкого к линии.

Доджи традиционно рассматривается как сигнал к изменению тренда. Данный сигнал становится все более сильным, если в ближайшем окружении доджи формируются определенные подсвечники. Рассмотрим этот подход на примере различных проявлений доджи.

ДОДЖИ НА ЦЕНОВОТ ПИКЕ

Формирование модели доджи на повышательном тренде, как правило, фиксирует наступление локального максимума цен, за которым в большинстве случаев следует изменение тренда. С чем же связана такая трактовка доджи?

Объяснение находится в области соотношения сил покупателей и продавцов. Появление доджи фактически говорит о том, что покупатели уже не могут «толкать» рынок дальше вверх. Или, более точно, если на рынке в состоянии скупки, при котором цены очень быстро растут, идут вверх большими шагами, формируется доджи после подсвечника с длинным белым телом, то изменение тренда считается практически неизбежным (рис. 5.17).

Кстати говоря, западные приемы технического анализа не придают столь большого значения совпадению цен открытия и закрытия какого-либо торгового периода. С другой стороны, японская философия требует более внимательного отношения к этой ситуации, что выгодно отличает японские подсвечники от западных методов.

При рассмотрении доджи (так же как и любой другой обратной модели) следует помнить о том, что использование той или иной рыночной комбинации для распознавания будущей динамики рынка в значительной степени зависит от субъективно сформулированных торговых правил. Так, применительно к доджи на ценовом пике более консервативная торговая стратегия будет однозначно основываться на получении дополнительных подтверждений изменения тренда. На практике это означает, что после формирования доджи должен сформироваться по меньшей мере один подсвечник, характеризующий наступление бокового или понижительного тренда. Безусловно, получение этого подтверждения дает более полную картину рынка. Однако время, затраченное на получение дополнительного сигнала, оказывается безнадежно потерянным. А вместе с потерянным временем упускается определенная часть дохода.

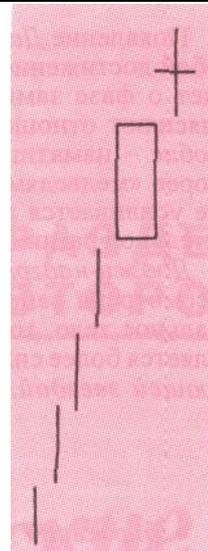


Рис. 5.17.
Доджи
На ценовом пике

ДЛИННОНОГИЙ ДОДЖИ (ДОДЖИ-РИКША)

Длинноногий доджи (или *Доджи-рикша*, если линия, отмечающая уровень цены открытия и цены закрытия, находится в середине тени) еще больше отражает нерешенность, неопределенность рыночной ситуации. В рамках периода формирования модели *Длинноногий доджи* рынок, как правило, либо быстро растет, а затем столь же быстро падает (или наоборот). Иными словами, амплитуда колебаний цен в *Длинноногом доджи* однозначно выше по сравнению с обыкновенным доджи.

Появление *Длинноногого доджи*, или *Доджи-рикши*, после повышательного тренда традиционно рассматривается как сильная обратная модель, предопределяющая изменение господствующего на рынке тренда.

ДОДЖИ-НАДГРОБИЕ

Доджи-надгробие, как можно увидеть на рис. 5.16, формируется, когда цены открытия, закрытия и минимальная совпадают. В результате получается японский подсвечник, состоящий, по сути, из двух линий.

Появление *Доджи-надгробия* после повышательного тренда знаменует собой достижение данным трендом последней фазы. В данном случае речь идет о фазе замедления, в которой «быки» и «медведи» очень жестко выясняют отношения. Результатом этой схватки становится *Доджи-надгробие* – памятник и тем и другим. Однако моральная победа достается скорее «медведям» нежели «быкам». Ощущение реальной победы еще более усиливается в том случае, если *Доджи-надгробие* связывается со значительной разницей между максимальной и минимальной ценами.

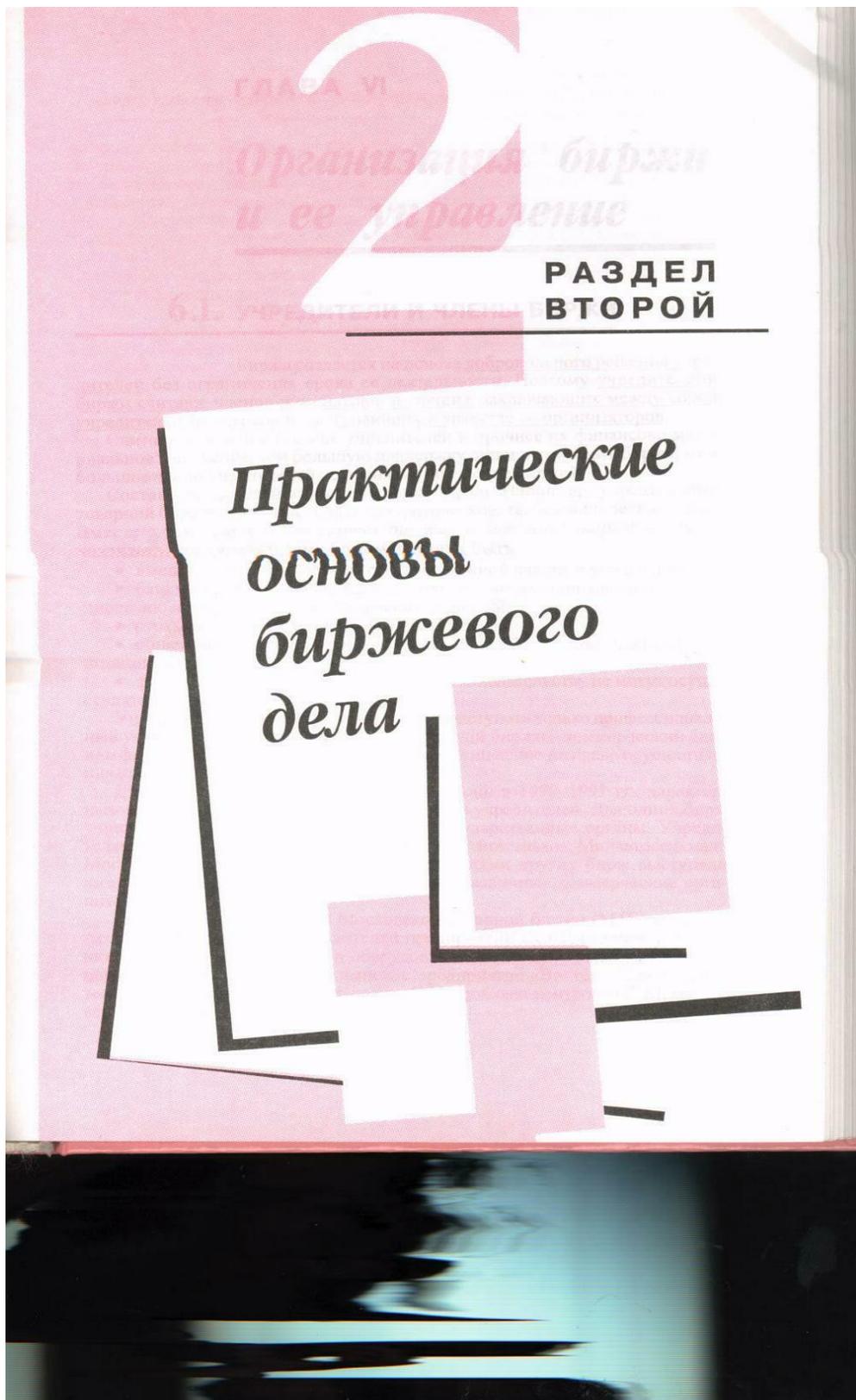
Доджи-надгробие очень похож на *Стреляющую звезду*, которая была рассмотрена ранее. Но если *Стреляющая звезда* имеет пусть небольшое реальное тело, то доджи не имеет тела. Более того, считается, что доджи является более сильным сигналом изменения тренда по сравнению со *Стреляющей звездой*.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- . биржевой индекс
- . биржевая средняя
- . методы расчета средних и индексов
- . фундаментальный и технический анализ рынка

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Перечислите основные функции, которые выполняют биржевые индексы.
2. Чем отличаются биржевые средние от биржевых индексов?
3. Какие методы расчета биржевых средних Вы можете назвать?
4. Как можно рассчитать биржевой индекс?
5. Какие факторы нужно принимать во внимание при расчете биржевых индексов?
6. Какова роль функционального анализа для оценки фондового рынка?
7. В чем преимущества технического анализа при оценке фондового рынка?



ГЛАВА VI
ОРГАНИЗАЦИЯ БИРЖЫ И ЕЕ УПРАВЛЕНИЕ
6.1. УЧРЕДИТЕЛИ И ЧЛЕНЫ БИРЖИ

Биржа создается на основе добровольного решения учредителей без ограничения срока ее деятельности. Поэтому учредителями биржи считают членов инициативной группы, заключающих между собой учредительный договор и выступающих в качестве ее организаторов.

Считается, что чем больше учредителей и прочнее их финансово-материальное положение, тем большую поддержку они могут оказать бирже, хотя большое число учредителей осложняет управление биржей.

Состав учредителей зависит от вида биржи. Например, учредителями товарной биржи могут выступать как

физические, так и юридические лица. Вместе с тем Закон «*О товарных биржах и биржевой торговле*» устанавливает, что учредителями биржи не могут быть:

- высшие и местные органы государственной власти и управления;
- банки и кредитные учреждения, получившие в установленном порядке лицензию на осуществление банковских операций;
- страховые и инвестиционные компании и фонды;
- общественные религиозные и благотворительные объединения (организации) и фонды;
- физические лица, которые согласно законодательству не могут осуществлять предпринимательскую деятельность.

Учредителями фондовой биржи может выступать только профессиональный участник рынка ценных бумаг, а валютной биржи – коммерческий банк или финансовое учреждение, которое имеет лицензию на право осуществления операций с валютой.

Для бирж, которые возрождались в России в 1990-1991 гг., характерным являлось большое разнообразие состава учредителей. Для одних бирж учредителями являлись исключительно государственные органы. Учредителями, например, Росагробиржи выступили Минсельхоз, Минавтосельмаш, Мосгорисполком, Роспотребсоюз. Учредителями других бирж выступали хозрасчетные предприятия и организации, различные коммерческие организации, частные лица.

Например, учредителями Московской товарной биржи (МТБ) являлись Ассоциация молодых руководителей предприятий СССР, Главное управление снабжения материалами и оборудованием Мосгорисполкома, Совместное советско-югославско-итальянское предприятие «Волтек», Союз строительно-промышленных кооперативов СССР и Союз центров НТТТ, малых венчурных и инновационных фирм СССР.

Все же в числе учредителей большинства бирж преобладали государственные предприятия и организации.

В первые годы функционирования бирж ее учредители обладали рядом привилегий в получении дивидендов, в управлении биржей, открытии брокерских контор.

Например, на первом этапе работы МТБ за первыми учредителями закреплялись следующие привилегии:

1) 10% прибыли сразу поступали в распоряжение первых учредителей, а остальные 90% распределялись пропорционально вкладам других членов биржи;

2) органы управления и контроля за деятельностью бирж избирались сроком на 5 лет, при этом в состав биржевого совета из числа первых учредителей делегировалось 12 членов (половина из выбираемых), а остальные 12 выбирались учредителями и членами биржи совместно;

3) учредители биржи получали бесплатно брокерские места.

В последующем биржи поняли бесперспективность такой практики и отошли от нее, предоставляя как учредителям, так и членам биржи равные права.

Учредители как организаторы биржи обязаны:

- разработать внутрибиржевые нормативные документы;
- сформировать имущество, необходимое для осуществления биржевой торговли;
- собрать уставный капитал в объеме, соответствующем избранной организационно-правовой форме;
- подобрать членов биржи;
- зарегистрировать биржу в установленном порядке;
- получить лицензию на право выступать в роли организатора биржевой торговли;
- провести общее собрание членов биржи.

Членом биржи считают того, кто участвует в формировании ее уставного капитала либо вносит членские взносы или иные целевые взносы в имущество биржи и стал ее членом в порядке, предусмотренном Законом и уставом биржи.

Членом биржи может быть как физическое, так и юридическое лицо. Для некоторых бирж вводятся определенные ограничения для членства на бирже. Например, согласно *Закону «О товарных биржах и биржевой торговле»* членом товарной биржи не может быть тот, кто не может быть ее учредителем, а также служащие данной или какой-либо другой товарной биржи, предприятия, учреждения и организации, если их руководители являются служащими данной биржи.

Членом фондовой биржи в соответствии с *Законом «О рынке ценных бумаг»* может быть только профессиональный участник рынка ценных бумаг.

В России к профессиональным участникам рынка ценных бумаг относят коммерческие банки, поэтому они также могут быть членами биржи. Причем коммерческие банки, как правило, самые активные члены биржи, хотя не во всех странах коммерческим банкам разрешено заниматься биржевой деятельностью, или, напротив, на них делается основная ставка.

Членами российских фондовых бирж являются, как правило, юридические лица. В зарубежной практике можно выделить разное отношение к категории членов фондовой биржи. В одних странах предпочтение отдается физическим лицам (США), в других – юридическим (Япония, Канада), в третьих (их большинство) – не делается различия между физическими и юридическими лицами.

В большинстве государств в деятельности бирж разрешается принимать участие иностранным физическим и юридическим лицам, удовлетворяющим предъявляемым требованиям. В то же время в отдельных странах (в Канаде и во Франции) иностранные лица не могут быть членами биржи или их участие в уставном фонде бирж ограничивается. В российском законодательстве этот вопрос не затрагивается.

Число членов биржи ограничено, оно зависит от размера уставного фонда и номинальной стоимости одной акции или пая, а также от того количества акций, которым может владеть один член биржи. Акция (пай) дает воз-

возможность пользоваться правами члена биржи. Они выражают стоимость «места» на бирже. Место – это собственность члена биржи. Оно может быть продано, если член биржи выходит из ее состава, сдано в аренду. Стоимость места определяет Биржевой комитет, она зависит от спроса и предложения.

После того, как биржа зарегистрирована и все ее места распределены, стать ее членом можно, лишь купив членство у одного из членов биржи.

Прием новых членов биржи оговаривается уставом. В зарубежной практике можно встретить биржи, которые не ограничивают число ее членов. В этом случае право торговли предоставляется либо руководством биржи, либо уполномоченными государственными органами.

Для фондовой биржи все ее члены равны, т.е. не допускаются разные категории членов, как это имеет место, например, на товарных биржах. Это приводит к тому, что не может быть временного членства, сдачи места члена биржи в аренду или залог тем лицам, которые не являются членами данной биржи или фондового отдела.

Согласно *Закону «О товарных биржах и биржевой торговле»* в России предусмотрены две категории членов биржи:

- полные члены – с правом участия в биржевых торгах во всех секциях (отделах, отделениях) и на определенное учредительными документами биржи количество голосов на общем собрании членов секции (отделов и отделений) биржи;
- неполные члены – с правом участия в биржевых торгах в соответствующей секции (отделе, отделении) и на определенное учредительными документами биржи количество голосов на общем собрании членов биржи и общем собрании членов секции (отдела, отделения) биржи.

В зарубежной практике также выделяют разные категории членов биржи. Например, фирмы-члены Лондонской фондовой биржи делятся на три категории.

Первая наиболее важная. К ней относятся члены биржи, которые могут являться либо дилерами, либо брокерами, либо дилерами и брокерами одновременно. Если член биржи занимается дилерской деятельностью, он может зарегистрироваться на бирже в качестве организатора рынка – «маркет-мейкера». Как правило, такие функции берут на себя только крупные фирмы. Основная их функция – активная покупка (продажа) ценных бумаг в установленный период, называемый обязательным периодом котировок. Организаторы рынка предлагают цены, по которым они хотели бы совершать сделки. Так как число организаторов достаточно велико, то между ними возникает конкуренция, что приводит к формированию более обоснованных цен на ценные бумаги. Организаторы рынка обязаны при котировке указывать два курса: цену спроса (покупателя) и цену предложения (продавца). Например, котировка в виде 143-6.10x10 означает, что формирователь рынка готов купить до 10000 акций по цене 143 пенса и продать до 10000 акций по цене 146 пенсов. Разница между курсами (3 пенса) составляет спрэд, или курсовую прибыль.

Вторую категорию членов Лондонской фондовой биржи составляют междилерские брокеры, т.е. фирмы, оказывающие посреднические услуги тем организаторам рынка, которые хотели бы взаимодействовать друг с другом анонимно. Использование междилерских брокеров позволяет организаторам рынка скрывать от конкурентов свои текущие позиции по ценным бумагам.

Третью категорию членов представляют денежные брокеры. Основная их функция – заимствование ценных бумаг для организаторов рынка.

Требования, предъявляемые к членам биржи, устанавливаются как государственным законодательством, так и самими биржами. При этом обычно в законах устанавливаются лишь общие требования к членству на бирже, а внутрибиржевые нормативные документы предъявляют дополнительные требования. Например, биржа может определить необходимость содержания в уставах перечня организаций, претендующих на членство, статей, декларирующих право проведения операций с ценными бумагами, а также обязательность наличия квалификационных аттестатов у физических лиц, представляющих их на бирже.

Биржа дает возможность своим членам:

- участвовать в общих собраниях биржи и управлении ее делами;
- избирать и быть избранными в органы управления и контроля;
- пользоваться имуществом биржи, имеющейся информацией и любыми услугами, которые она оказывает;
- торговать в зале биржи как от своего имени и за свой счет (исполняя функции дилера), так и от имени и за счет клиента (исполняя функции брокера);
- участвовать в разделе оставшегося после ликвидации биржи имущества.

Вместе с тем биржа определяет и обязанности членов биржи. К ним относятся:

- соблюдать устав биржи и другие внутрибиржевые нормативные документы;
- вносить вклады и дополнительные взносы в порядке, размере и способами, предусмотренными уставом и нормативными документами;
- оказывать бирже содействие в осуществлении ее деятельности, реализации целей и задач биржи и дальнейшем развитии. Биржа должна тщательно отбирать своих членов. Как было отмечено ранее, прием в члены определяется уставом биржи. Как правило, устав подчеркивает, что права и обязанности члена биржи приобретаются после полной уплаты вступительного взноса или полной оплаты акции.

Прием новых членов биржи также определяется уставом. Для приема, как правило, требуются 2-3 рекомендации членов биржи, представления учредительных документов, подтверждения устойчивого финансового положения, определенной практики работы с тем или иным биржевым товаром.

В зарубежной практике нередко новому члену биржи в течение первого года после приема не разрешается выполнять брокерские функции. Для этого требуется пройти дополнительное обучение и сдать экзамен.

6.2. ОРГАНЫ УПРАВЛЕНИЯ БИРЖЕЙ

Биржа заинтересована в том, чтобы ее организационная структура максимально способствовала выполнению поставленных задач и обеспечивала низкие издержки, связанные с организацией биржевой торговли в условиях жесткой конкуренции со стороны внебиржевых организаторов торговли.

Организационная структура биржи, ее органы управления должны обеспечивать доверие к ней со стороны ее членов.

Российские биржи имеют разную организационно-правовую структуру: закрытое акционерное общество для валютных бирж, некоммерческое партнерство для фондовых, любую организационно-правовую форму, разрешенную законом для товарных бирж. Вместе с тем их организационная структура и органы управления имеют много общего. Состав органов управления биржи определяется организационно-правовыми основами (ОПО) биржевой деятельности (рис. 6.1).

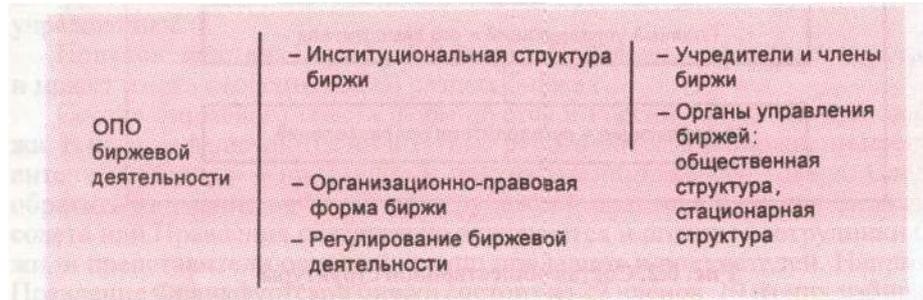


Рис. 6.1. Состав организационно-правовых основ (ОПО) биржевой деятельности

Представленная схема (см. рис. 6.1) показывает, что органы управления биржи включают общественную и стационарную структуру.

Общественная структура может быть представлена в виде следующей схемы (рис, 6.2).

Общее собрание членов биржи является ее высшим законодательным органом управления.

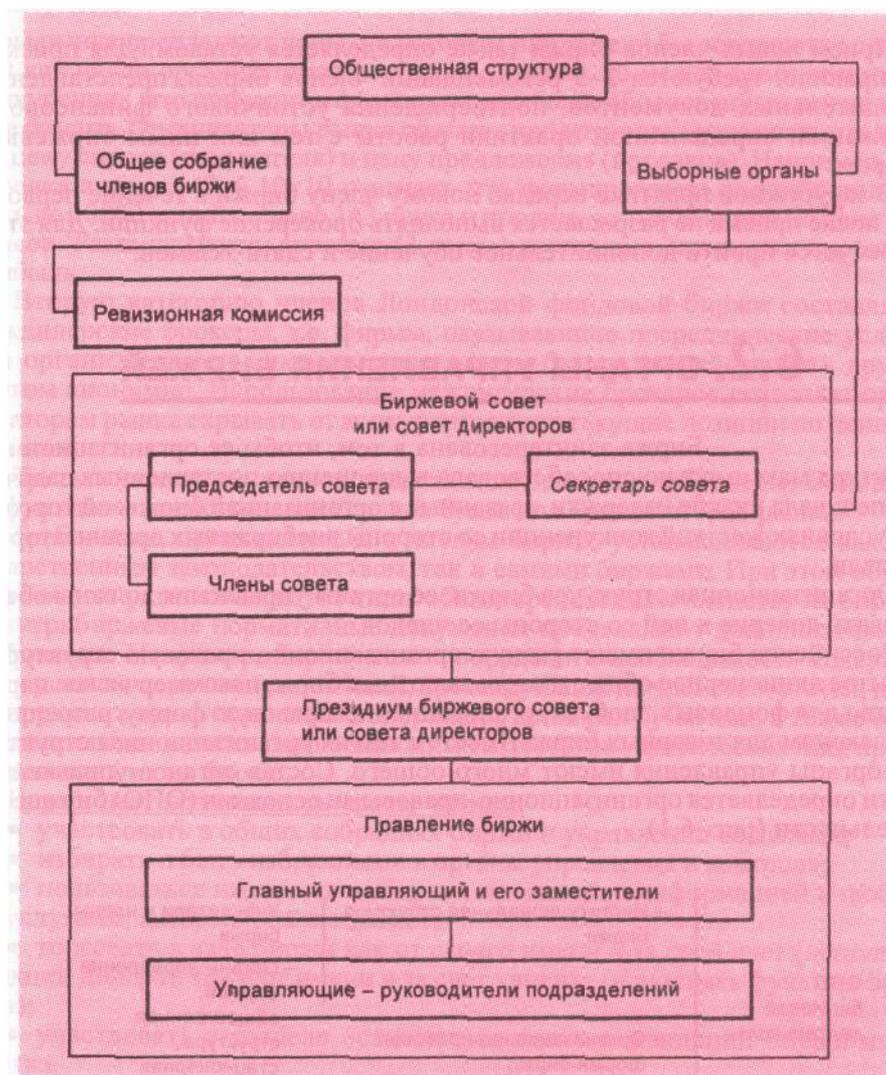


Рис. 6.2. Состав общественной структуры

Собрания членов биржи бывают годовыми, созываемыми в обязательном порядке раз в год с интервалом между ними не более 15 месяцев, и чрезвычайными (*внеочередным*). Последние созываются биржевым комитетом (советом), ревизионной комиссией или членами биржи, обладающими не менее 10% голосов.

К исключительной компетенции общего собрания относятся:

- осуществление общего руководства биржей и биржевой торговлей;
- определение целей и задач биржи, стратегии ее развития;
- утверждение и внесение изменений во внутрибиржевые нормативные документы;
- формирование выборных органов;
- рассмотрение и утверждение бюджета биржи, годового баланса, счетов прибылей и убытков, распределение прибыли;
- прием новых членов биржи;
- утверждение сметы расходов на содержание комитета (совета) и персонала биржи, в том числе определение условий оплаты труда должностных лиц биржи, ее филиалов и представительств;
- принятие решения о прекращении деятельности биржи, назначении ликвидационной комиссии, утверждение ликвидационного баланса.

Так как собрание членов биржи собирается один раз в год, то для оперативного управления биржей выбирается биржевой совет. Он является контрольно-распорядительным органом текущего управления биржей и решает все вопросы ее деятельности, кроме тех, которые могут решаться только на общем собрании членов биржи. Как правило, на биржевой совет возлагаются:

- заслушивание и оценка отчетов правления;
- внесение изменений в правила торговли на бирже;
- подготовка решений общего собрания членов биржи;
- установление размеров всех взносов, выплат, денежных и комиссионных сборов;
- подготовка решения о приеме или исключении членов биржи;
- руководство биржевыми торгами;
- распоряжение имуществом биржи;
- наем и увольнение персонала биржи и т.д.

Из состава совета формируется Правление, осуществляющее оперативное руководство биржей и

представляющее ее интересы в организациях и учреждениях.

Порядок действия биржевого совета и Правления определяется уставом и может иметь особенности на разных биржах.

Состав биржевого совета формируется в России только из членов биржи. В него не включаются ни штатные работники самой биржи, ни представители «публики» – продавцов и покупателей биржевого товара. Следует обратить внимание на то, что в зарубежной практике в состав биржевого совета или Правления обязательно включаются и штатные сотрудники биржи, и представители основных групп продавцов и покупателей. Например, Правление Франкфуртской биржи состоит из 22 членов. 19 из них избираются на три года, а именно:

- 13 представителей банков-членов биржи;
- 2 курсовых маклера;
- 2 свободных маклера;
- 2 представителя служащих – членов биржи.

Кроме них в состав Правления биржи входят:

- представитель компании, акциями которой ведется торговля;
- представитель вкладчиков;
- представитель инвестиционных фондов.

Плюралистический состав Правления биржи для Германии традиционен и обеспечивает соответствующее представительство интересов всех групп, участвующих в торговле, при формировании порядка и правил торговли ценными бумагами.

На Нью-Йоркской фондовой бирже из 27 членов биржевого совета 12 – представители «публики» (эмитенты, инвесторы, эксперты и т.д.). Совет управляющих на Токийской фондовой бирже, состоящий из 23 членов, включает 4 представителей «публики».

Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью осуществляет ревизионная комиссия, избираемая собранием членов биржи одновременно с биржевым советом.

Ревизионная комиссия вправе оценить правомочность решений, принимаемых органами управления биржи. К общему собранию членов биржи ревизионная комиссия проводит документальную проверку финансово-хозяйственной деятельности биржи (сплошную или выборочную), результатов ее торговых, расчетных, валютных и других операций. Кроме того, ревизионная комиссия проверяет:

- финансово-хозяйственную деятельность биржи, состояние ее счетов и достоверность бухгалтерской документации;
- постановку и правильность оперативного, бухгалтерского и статистического учета и отчетности;
- выполнение установленных смет, нормативов и лимитов;
- своевременность и правильность платежей в бюджет;
- соблюдение биржей и ее органами законодательных актов и инструкций, а также решений общих собраний членов биржи;
- состояние кассы и фондов биржи.

Ревизионная комиссия ведет проверки по поручению общего собрания членов биржи или по собственной инициативе.

Ревизии проводятся не реже одного раза в год.

Члены ревизионной комиссии вправе требовать от должностных лиц биржи представление всех необходимых документов и личных объяснений.

Результаты проверок направляются общему собранию членов биржи. При отсутствии аудиторов ревизионная комиссия составляет заключение по годовым отчетам и балансам, на основании которого общее собрание членов биржи может его утверждать. Члены ревизионной комиссии обязаны потребовать созыва чрезвычайного собрания членов биржи, если возникла серьезная угроза интересам биржи.

На некоторых биржах для выполнения ее стратегических задач, координации основных направлений ее деятельности, определения приоритетных задач и построения взаимоотношений с органами власти и управления (центральными и местными) может создаваться Попечительский совет, основное назначение которого заключается в том, чтобы согласовать деятельность биржи с органами власти и управления, способствовать привлечению к работе на бирже нерезидентов.

Стационарная структура биржи необходима для ведения хозяйственной биржевой деятельности.

От того, как осуществляют свою работу подразделения, входящие в стационарную структуру, во многом зависит эффективность работы биржи.

Стационарная структура делится на исполнительные (функциональные) подразделения и специализированные.

Исполнительные (функциональные) подразделения – это аппарат биржи, который готовит и проводит биржевой торг. Они весьма разнообразны и зависят от объема биржевых сделок, количества членов биржи и брокеров, которые работают на бирже. Однако обязательны такие подразделения, как информационный отдел, отдел экспертизы или допуска биржевого товара к торгам (отдел листинга на фондовой бирже), регистрационное бюро, бюро по программному обеспечению, отдел по организации торгов.

Например, исполнительные подразделения на РБ включают следующие отделы:

- **отдел регистрации** обеспечивает регистрацию биржевых посредников, ведение учета реквизитов и кадрового состава биржевых посредников, осуществляет выдачу паролей биржевым посредникам, аккредитацию брокеров, выдачу биржевых пропусков и контроль за правильностью данной информации в биржевой базе данных. Отдел регистрации также в праве лишить нарушителя правил торговли аккредитации на бирже;

- **экономическая служба** – расчетный центр проводит взаимные расчеты между биржевыми посредниками и биржей;
- **биржевой информационный канал** круглосуточно принимает информацию от биржевых посредников и их клиентов, готовит ее к предстоящим торгам и круглосуточно отвечает на запросы брокеров по информации, выставленной на предстоящие торги;
- **информационно-вычислительный центр** осуществляет техническое обслуживание компьютерной техники и акустической системы биржевого зала и программное обеспечение биржевой базы данных;
- **отдел биржевой информации** занимается распространением биржевой информации, обеспечивает брокеров информацией по предстоящим торгам и по результатам прошедших торгов, информацией о товарных рынках и рыночной конъюнктуре. Биржа бесплатно или за соответствующую плату обеспечивает участников торгов информацией о биржевых товарах, выставленных на торги, информацией о сделках предшествующих торгов, о котировке биржевых цен, о товарных рынках и рыночной конъюнктуре биржевых товаров и другой имеющейся у нее информации;
- **маклерский отдел** проводит торги, регистрирует сделки и оформляет результаты торгов. Биржевой маклер, ведущий торги, обязан оповещать участников торгов о начале и окончании торгов, о причине прерывания или задержки торгов;
- **фьючерсный отдел** регистрирует биржевых посредников и брокеров, участвующих во фьючерсных торгах, подготавливает и оформляет результаты фьючерсных торгов;
- **аналитический отдел** разрабатывает методы анализа биржевой деятельности, собирает и обрабатывает аналитическую биржевую информацию, занимается подготовкой аналитических материалов для средств массовой информации;
- **служба безопасности** осуществляет соблюдение пропускного режима биржи, поддерживает порядок в помещениях биржи и обеспечивает сохранность имущества в помещениях биржи. За распространение в биржевом зале ложных слухов, которые могут привести к изменению конъюнктуры или подрыву репутации брокеров и биржи, за публичное оскорбление служащих биржи или подрыв репутации биржи служба безопасности удаляет виновных из биржевого зала.

Специализированные органы – это комиссии биржи и ее коммерческие организации. Среди комиссий наиболее значительными являются котировальная и арбитражная.

Котировальная комиссия необходима для того, чтобы организовать учет различных видов цен (спроса и предложения, договорных, высших и низших, начальных и заключительных) при заключении биржевых сделок. На основе обобщения таких цен определяются котировальные (справочные) цены, которые публикуются в биржевых бюллетенях и рассматриваются в качестве биржевого справочника.

Биржевой бюллетень является каталогом обработки многочисленных сведений не только по уже совершенным, т.е. заключенным, сделкам, но и по товарам, предлагавшимся к торгам, а также по заявкам о спросе, в том числе и при внебиржевых операциях. Обязанностью котировальной комиссии является наблюдение за своевременным представлением участниками торгового процесса достаточного полных и объективных сведений. Она также должна устанавливать базу биржевого бюллетеня, т.е. список котируемых товаров с указанием типичного объема товарной партии. Котировальная комиссия поставляет в информационно-справочный отдел биржи данные о ценах и тенденциях их движения так же, как и по тем товарам, которые не вошли в официально опубликованную котировку. Совместно с арбитражной комиссией она устанавливает цены при возникновении спорных вопросов.

В случае возникновения споров между покупателями, продавцами и брокерами в ходе заключения или исполнения биржевых сделок они могут обращаться в третейский суд – арбитражную комиссию биржи для разрешения этих споров. Она не наделена правом принимать решения, обязательные к исполнению сторонами конфликта. Это своего рода согласительная комиссия. При неудовлетворенности какой-либо из сторон итогами разбирательства в арбитражной комиссии дело передается в судебные инстанции. Среди других комиссий, которые создаются на бирже, также можно выделить:

- **комиссию по торговой (деловой) этике**, которая выполняет функцию жюри заседателей по внутренним дисциплинарным вопросам биржи.

Основными функциями комиссии являются: контроль за исполнением участниками биржевых торгов, а также сотрудниками, членами и посетителями биржи правил биржевой торговли и других правил, установленных биржей; информирование биржевого комитета об имевших место нарушениях правил и подготовка соответствующих документов; подготовка в необходимых случаях предложений о замене полномочных представителей предприятий и организаций, нарушивших правила биржи; представление консультаций заинтересованным организациям и лицам по вопросам, входящим в компетенцию комиссии;

- **комиссию по приему новых членов биржи**, основными функциями которой являются:
- рассмотрение заявлений о приеме новых членов биржи;
- анализ хозяйственного и финансового положения предприятий и организаций, изъявивших желание вступить в члены биржи, оценка профессиональных и деловых качеств полномочных представителей новых членов биржи;
- подготовка предложений и рекомендаций совету директоров о приеме новых членов биржи.

Среди коммерческих организаций, которые могут создаваться биржей или при ее непосредственном участии, можно выделить Расчетную (Клиринговую) палату, биржевые склады, депозитарии и другие подразделения.

Функции Расчетной палаты заключаются в оперативном и точном проведении расчетов по биржевым сделкам, в регулировании и формализации процедуры платежей. На отечественных биржах пока еще нет современных расчетных палат в полном смысле этого слова. Подобным подразделением на российской бирже являются расчетно-финансовые центры, без которых нормальная жизнедеятельность биржи невозможна. На фьючерсных биржах

Расчетная палата становится главным гарантом исполнения сделок, так как она осуществляет учет находящейся в залоге маржи и предоставляет кредит контрагентам сделки;

- **складские помещения** необходимы бирже для организации поставки товаров. Склад может принадлежать бирже или она заключает договор о хранении товаров на складе.

Место поставки товаров является важным элементом унификации биржевых контрактов. Покупатели не станут заключать сделок на бирже, если не будут знать, где они смогут получить товар по контракту, или если место поставки будет неприемлемо для них. Поэтому им разрешается поставлять товар в места, предписанные правилами биржи. Склады располагаются либо сравнительно недалеко от биржи (особенно при торговле реальным товаром), либо в других местах, находящихся даже в других странах, обеспечивающих потребности и отвечающих требованиям мировой торговли (например, на лондонских биржах разрешена поставка товара не только в Англии, но и в североморских портах других государств).

Для того чтобы склад мог приобрести статус утвержденного склада биржи, необходимо заявление руководству биржи, в котором указывается местонахождение и его мощности, ссылка на документ, уполномочивающий склад заниматься складским бизнесом, продолжительность действия договора, заключенного с биржей.

Склад должен отвечать следующим условиям: предоставлять бирже такие услуги, которые может потребовать от нее совет директоров; представлять бирже тарифные ставки всех расходов, связанных с обработкой и хранением грузов; вывозить товар со склада только по требованию собственника товара после передачи им складского свидетельства, против которого совершаются сделки на бирже и производится расчет; уведомлять биржу об изменении владельцев акционерного капитала склада; отвечать требованиям законов, регулирующих биржевую торговлю; вести учет, составлять отчетность, разрешать необходимые посещения и инспекции складских помещений; обеспечивать сохранность товаров; осуществлять страхование товара, находящегося на складе.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- *учредитель биржи*
- *член биржи*
- *орган управления биржей*
- *общественная структура биржи*
- *стационарная структура биржи*
- *специализированные подразделения биржи*
- *исполнительные (функциональные) подразделения биржи*

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Чем отличается учредитель от члена биржи?
2. В чем состоят особенности членства на разных биржах?
3. Как формируются органы управления биржей?
4. Что представляет собой общественная структура биржи.
5. Что представляет собой стационарная структура бирж?

ГЛАВА VII БИРЖЕВОЕ ПОСРЕДНИЧЕСТВО 7.1. БРОКЕРСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Особенностью биржевой торговли является то, что она ведется не самими продавцами или покупателями, а их представителями – биржевыми посредниками, которых в России делят на брокеров и дилеров. Формирование биржевых посредников в России идет достаточно быстрыми темпами, но совсем не так, как это происходило в развитых странах. Для них характерным было то, что вначале сформировался круг посредников, которые затем создавали биржу. В России же инициаторы биржевой торговли создавали биржу, а затем для организации торговли на ней подбирали посредников. Поэтому биржа вынуждена первоначально сформировать посреднические структуры, а затем вырабатывать для них определенные требования, заставляя посредников вести работу с клиентами и биржевую торговлю, основываясь на единых нормативных требованиях. Это объясняет то, что требования к биржевым посредникам на товарных, фондовых и валютных биржах могут отличаться. Вместе с тем, на какой бы бирже ни работал брокер, им считают профессионального посредника, который в ходе биржевых торгов представляет клиента (продавца или покупателя) и совершает сделки от имени клиента и за счет клиента, от имени клиента, но за свой счет, от своего имени, но в интересах клиента и за счет клиента. За биржевое посредничество клиент платит брокеру комиссионное вознаграждение. Для успешной работы на бирже брокер должен:

- хорошо разбираться в том биржевом товаре, который является объектом торговли;
- знать правила торговли той биржи, на которой он работает;
- уметь вести биржевой торг;
- найти правильный подход к клиентам, которых представляет на бирже;
- определить доход от тех сделок, которые заключаются по его инициативе на бирже.

Брокер является профессиональным участником биржевой торговли, он действует на организованных рынках и наиболее подготовлен к тому, чтобы оказать помощь клиенту, который бы хотел продать или купить товар на бирже. Отношения между брокером и клиентом возникают по инициативе клиента, но брокер не должен пассивно ждать, когда кто-то из пользовавшихся его услугами захочет снова обратиться к нему или порекомендует этого брокера своим знакомым, собирающимся заключать сделки на бирже. Основным каналом, с помощью которого брокерские фирмы могут привлечь клиентов к сотрудничеству, являются рекламные объявления. Во всем мире подобная информация имеет множество разных форм. Для нее тем не менее считаются наилучшими печатные объявления – в изданиях, адресованных деловым людям, или в финансовых колонках известных газет. При этом в рекламном объявлении брокерской фирмы может содержаться информация, описывающая направления работы и деловую политику фирмы, размеры ее операций и способствующая тем самым привлечению клиентов, заинтересованных в соответствующем виде сделок.

Биржи и регулирующие органы предъявляют свои требования к брокерам. Наиболее отработанными требованиями являются требования, предъявляемые к лицам, осуществляющим брокерскую деятельность на рынке ценных бумаг. Так, для физических или юридических лиц, занимающихся брокерской деятельностью, устанавливаются следующие виды требований:

- финансовые;
- профессиональные и квалификационные к руководителям и специалистам;
- организационно-технические;
- специальные.

Размер собственного капитала должен соответствовать требованиям на момент получения лицензии, а также в течение всего срока осуществления соответствующего вида деятельности.

Руководители и специалисты, в обязанности которых входит выполнение функций, непосредственно связанных с осуществлением брокерской деятельности, должны удовлетворять квалифицированным требованиям, установленным Федеральной комиссией.

Юридическое лицо, осуществляющее брокерскую деятельность, должно иметь в своем штате от 1 до 3 специалистов, имеющих квалификационные аттестаты, а также сотрудника (контролера), в исключительную компетенцию которого входит осуществление контроля за соответствием брокерской деятельности требованиям законодательства о ценных бумагах.

Деятельность брокера на рынке ценных бумаг возможна только при наличии соответствующей лицензии.

Лицензия выдается на основании заявления коммерческой организации, намеренной осуществлять брокерскую деятельность. Оно должно содержать всю информацию в соответствии с установленными требованиями,

Помимо заявления представляются документы, установленные комиссией по рынку ценных бумаг.

Федеральная комиссия или лицензирующий орган не позднее 30 дней со дня получения перечисленных документов должна выдать лицензию или отказать в ее выдаче с изложением причин такого отказа.

Лицензия выдается на срок, зафиксированный в заявлении, но не более чем на срок, установленный положением о лицензировании. Порядок продления лицензии устанавливается Федеральной комиссией.

Данные о лице, получившем лицензию, вносятся лицензирующим органом в реестр выданных, приостановленных и аннулированных лицензий, ведение которого осуществляется самим органом. Эти данные должны быть немедленно переданы в Федеральную комиссию для внесения в реестр лицензий на осуществление профессиональной брокерской и дилерской деятельности.

Брокер и дилер обязаны ежеквартально с момента получения лицензии в срок не позднее 45 дней со дня окончания квартала представлять отчетность, включающую информацию об итогах своей финансово-хозяйственной деятельности за истекший квартал, объеме и количестве заключенных им сделок и иную информацию по форме, установленной Федеральной комиссией.

Брокерские фирмы, работающие на бирже, проходят соответствующую аккредитацию, т.е. биржа устанавливает соответствие фирмы тем требованиям, которые к ней предъявляются. На некоторых биржах, кроме аккредитации самой фирмы, требуется аккредитация брокеров, которые будут ее представлять в ходе биржевых торгов. Брокерская фирма, прошедшая аккредитацию, вносится в реестр биржи и получает номер (код, шифр), под которым будет действовать при заключении сделок. На отдельных биржах цифровой код брокерской фирмы заменяют или дополняют буквенным, тогда он содержит строго определенное количество букв (от 4 до 6).

Прибегая к услугам брокерской фирмы, клиенты имеют следующие преимущества:

- во-первых, значительно увеличивается объем торговых операций без роста собственных затрат на эти цели;
- во-вторых, появляется возможность располагать услугами высококвалифицированного торгового персонала;
- в-третьих, затраты на услуги, связанные с проведением торговых операций с участием брокерской фирмы, исчисляются в размере определенного процента от их объема.

Еще большее значение приобрели брокерские фирмы на фондовом рынке, где без профессионального посредника невозможно провести ни одной операции. Используя услуги фондового брокера, клиенты покупают акции по справедливой цене, т.е. цене, отвечающей сегодняшнему дню, не прибегая к услугам случайных лиц.

На первом этапе деятельность брокерской фирмы финансируется открывшим ее юридическим или физическим лицом, а в дальнейшем – за счет получаемых доходов от посреднической деятельности (которые образуются из коммиссионных сборов от сумм совершаемых сделок) и платы за различные маркетинговые услуги, оказываемые клиентам.

Штат брокерской фирмы и оплата занятых в ней лиц определяется ее владельцем или руководителем в зависимости от уровня доходности фирмы.

Оплата за брокерские услуги обычно устанавливается по соглашению между фирмой и клиентом в размере определенного процента в зависимости от сумм сделки (например, чем больше сумма сделки, тем меньше процент

отчислений).

Крупные фирмы предполагают отменить комиссионные отчисления и получать свои доходы от предоставления различных услуг: пользования связью, консультирования и т.д. Действуя по поручению клиента, брокерская фирма заключает сделку от его имени. Как правило, брокерская фирма не участвует в расчетах между контрагентами в сделках, и на ее расчетный счет поступают лишь комиссионные. Однако возможен вариант покупки брокерской фирмой товара с последующей перепродажей. В этом случае она проводит дилерские операции, а ее доход состоит из разницы между ценой покупки и продажи.

Брокерские фирмы и брокеры, работающие на бирже, совершают сделки в соответствии с Правилами биржевой торговли; приобретают или получают информацию о всех видах продуктов и услуг, предлагаемых для реализации на бирже; пользуются в установленном порядке услугами персонала биржи, включая использование торговых залов и иных биржевых помещений, средств связи и другой организационной (в том числе вычислительной) техники; участвуют в работе арбитражной комиссии биржи.

7.2. ДИЛЕРСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Дилер – это профессиональный участник биржевой торговли, выступающий при заключении сделок от своего имени и за свой счет.

Дилером может быть только юридическое лицо. Для работы в качестве дилера на рынке ценных бумаг необходима лицензия,

Порядок выдачи лицензии для дилера аналогичен порядку ее получения брокером.

Характеризуя работу дилера на рынке ценных бумаг, выделяют его обязанности и права. К обязанностям дилера относят:

- объявление цены продажи и покупки, минимальное и максимальное количество покупаемых и (или) продаваемых ценных бумаг, а также срок, в течение которого действуют объявленные цены;
- совершение сделок (заключение договора купли-продажи ценных бумаг) на условиях, предложенных клиентом, но при отсутствии соответствующих предложений со стороны дилера;
- раскрытие имеющейся у него информации при совершении операций с ценными бумагами эмитента или сообщение о факте отсутствия у него этой информации;
- представление отчетности о своей деятельности в Комиссию по рынку ценных бумаг;
- организацию внутреннего учета операций с ценными бумагами.

Правами дилера являются:

- заключение договоров купли-продажи ценных бумаг;
- выполнение функций андеррайтера при первичном размещении эмиссионных ценных бумаг;
- консультирование клиентов по вопросам приобретения ценных бумаг;
- предоставление своим клиентам денежных средств по договору займа для приобретения ценных бумаг под их залог (сумма займа в этом случае не должна превышать 50% рыночной стоимости этих ценных бумаг с одной стороны, а с другой – общая сумма денежных средств, предоставляемых клиентам по договорам займа, не может превышать сумму, равную двукрат-ному размеру собственного капитала дилера);
- получение от клиентов сведений, характеризующих их финансовое положение (платежеспособность), цены приобретения ценных бумаг и правильного и своевременного исполнения обязательств перед ними.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- *посредник*
- *посредническая деятельность*
- *брокер*
- *дилер*

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Чем отличается брокер от дилера?
2. Какие требования предъявляются к брокеру?
3. Для чего необходимы лицензирование брокерской деятельности и аккредитация брокерской фирмы на бирже?
4. В чем состоят обязанности дилера?
5. Какими правами обладает дилер?

ГЛАВА VIII ОРГАНИЗАЦИЯ БИРЖЕВОГО ТОРГА 8.1. ПРАВИЛА БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ

Для успешного осуществления биржевых операций необходимо знать, что правила биржевой торговли на

разных биржах определяются ими самостоятельно. Поэтому необходимо обладать точной информацией, чтобы учесть все детали правил работы конкретной биржи. К тому же многие биржи регулируются не только своими правилами, но и указаниями государственных учреждений, что требует от участников торговли специальных знаний.

Согласно *Закону РФ «О товарных биржах и биржевой торговле»* правилами биржевой торговли должны регулироваться порядок проведения биржевых торгов; виды биржевых сделок; перечень основных структурных подразделений биржи; порядок информирования участников биржевой торговли о биржевых сделках на предшествующих биржевых торгах и котировке биржевых цен; порядок взаимных расчетов членов биржи и других участников биржевой торговли при заключении биржевых сделок; меры по контролю над процессом ценообразования в целях недопущения резких суточных колебаний, сговора или распространения ложных слухов с целью воздействия на цены; размеры отчислений, сборов, тарифов и других платежей и порядок их взимания биржей и некоторые другие вопросы.

Правила совершения биржевых операций часто называют Регламентом биржи, который призван обеспечить защиту коммерческих интересов всех участников биржевых торгов, создать условия для эффективной и честной работы.

Основные разделы биржевых правил можно свести к положениям:

1. Порядок проведения биржевых торгов. В этом разделе правил регламентируются место проведения торгов, торговые сессии и часы работы.

Биржевыми сессиями обычно называют торги в официально отведенное администрацией биржи время, в течение которого участники биржевых торгов имеют право заключать сделки. Установление времени торговой сессии имеет большое значение. Расписание торгов составляется таким образом, чтобы учесть режим работы других бирж, торгующих аналогичным товаром. Это дает возможность участникам торгов, используя информацию о ценах на других рынках, проводить арбитражные операции. Так, например, на Лондонской бирже металлов каждая сессия отводится одному товару и длится всего 5 мин. Секретарь биржи поднимает табличку с наименованием металла и сопровождает ее словами: «Тедь, джентльмены, медь». Тедь продается с 12 часов до 12 часов 05 минут; с 12 часов 05 минут до 12 часов 10 минут – свинец; с 12 часов 10 минут до 12 часов 15 минут – цинк.

Все торги проходят в биржевом зале на определенной торговой площадке. Торговый зал оборудуется всеми средствами связи. Всем участникам биржевых торгов обеспечивается возможность доступа к информации биржевой компьютерной системы.

2. Виды биржевых сделок. Биржи определяют характер сделок, которые могут осуществляться на данной бирже. Так, например, на Российской бирже заключаются сделки с реальным товаром, ценными бумагами и фьючерсные сделки. Не вдаваясь в характер и особенности заключаемых сделок, следует отметить лишь то, что биржа определяет стандартные контракты по каждому виду сделок, объемы сделок, стандартные данные поставок.

После окончания торговой сессии сделки оформляются соответствующим образом и регистрируются биржей. Для этих целей могут использоваться специальные компьютерные системы.

Сделки, заключенные в устной форме, имеют силу твердого контракта, оформляемого в письменной форме после завершения биржевого торга.

Подписанные и зарегистрированные на бирже контракты передаются клиентам против уплаты брокерских вознаграждений.

3. Биржевая информация. Предоставление ее биржей имеет большое значение для участников торгов.

Точная, своевременная и полная информация о заключенных сделках позволяет анализировать состояние рынка, принимать верные решения.

Биржевая информация может быть текущей и сводной.

Текущая информация – это информация о последних сделках, заключенных на бирже. Подобная информация необходима для быстрой оценки изменения ситуации на рынке в текущий момент. На многих биржах эта информация выводится на электронное табло в виде бегущей строки и называется «тикерной информацией». Эта информация на фондовой бирже содержит следующие данные: символ компании; вид акций, являющихся объектом сделки; количество акций в сделке и цену одной акции.

На Центральной Российской универсальной бирже (ЦРУБ) текущая информация отражается на электронном табло в виде предложения на покупку и продажу ценных бумаг и результатов последней сделки (цена и количество проданных ценных бумаг данного вида). По «тикерной информации» достаточно сложно отслеживать ситуацию на рынке, поэтому предпочтительно получать информацию через индивидуальную информационную систему. Участники торгов на ГТВБ по государственным краткосрочным бескупонным облигациям через компьютер получают информацию, содержащую:

- текущую цену спроса на облигацию;
- текущую цену предложения на облигацию;
- цену открытия;
- высшую цену текущего дня;
- цену закрытия предыдущего дня;
- разность на данный момент последней цены и цены открытия;
- доходность на данный момент;
- объем зарезервированных в торговой системе средств;
- объем заключенных на данный момент сделок.

Текущая информация обычно составляет коммерческую тайну и доступ к ней обеспечивается только для участников торгов, аккредитованных на данной бирже.

Сводная информация отражает окончательные итоги биржевого дня. На той же ГТВБ по итогам торгов

ежедневно участники торгов получают информацию, содержащую сведения об обороте по ценным бумагам в рублях и единицах; цены сделок – последнюю, минимальную, максимальную; цены заявок – максимальную покупки, минимальную продажи; котировки закрытия на покупку и продажу; средневзвешенную цену; доходность к погашению; количество заключенных сделок. Сводная информация используется участниками торгов для проведения технического анализа. На основе полученных и обобщенных данных о состоянии рынка принимаются решения о соответствующем поведении на следующих биржевых торгах.

4. Порядок взаимных расчетов членов биржи и других участников биржевой торговли. Он определяет взаимные права и обязанности участников торгов, обеспечивает защиту их интересов.

Существующие системы расчетов весьма различны. Эти различия связаны как с национальными особенностями правил расчетов, так и с особенностями организации расчетов на конкретной бирже.

Например, в США расчеты осуществляются через Национальную клиринговую корпорацию. Нормальный срок поставки в США составляет пять рабочих дней после совершения сделки. В этот период осуществляется поставка ценных бумаг и совершается платеж. С 1995 г Лондонская фондовая биржа также перешла на пятидневный срок улаживания вопросов поставки и расчетов по ценным бумагам.

В Японии наиболее распространенной системой расчетов является регулярное исполнение. Поставка осуществляется на третий рабочий день после заключения сделки. Для улаживания всех вопросов по сделкам с ценными бумагами каждая биржа открывает специальный счет в Центральном депозитарии – Японском депозитарном центре.

В России основная доля операций с корпоративными ценными бумагами осуществляется на внебиржевом рынке через Российскую торговую систему, правилами которой предусматривается срок осуществления платежа в течение двух банковских дней, следующих за днем представления документа, удостоверяющего перерегистрацию ценной бумаги на имя покупателя.

Биржевые правила – это свод положений, регулирующих прежде всего отношения участников торгов по поводу купли-продажи биржевого товара, которые могут содержать сотни страниц текста, постоянно пересматриваемого в зависимости от изменения условий законодательной среды и рынка, внедрения новых торговых технологий.

Рассмотренные положения, естественно, раскрывают далеко не весь перечень вопросов, которые регулируются правилами биржевой торговли и дают лишь общее представление об их характере.

Вопросы допуска ценных бумаг к биржевым торгам, механизм осуществления торговых сделок, оформление взаимных расчетов и другие вопросы, регулируемые биржевыми правилами, требуют в силу специфики более детального рассмотрения, что будет сделано в других разделах учебника.

Контроль за исполнением требований правил биржевой торговли возлагается на биржевой комитет, который проводит рассмотрение случаев нарушения биржевых правил участниками биржевых торгов.

Участники биржевых торгов, допустившие нарушение правил биржевой торговли, подвергаются различного рода наказаниям. За наиболее серьезные, такие, как распространение ложной информации, мошенничество и обманные действия, умышленное уклонение исполнения взятых на себя обязательств, участники биржевых торгов, их допустившие, исключаются из членов биржи. Администрация биржи о случаях нарушения правил извещает участников торгов с указанием принятых мер, наименований компаний или физических лиц, допустивших нарушения.

8.2. УЧАСТНИКИ БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ

Участниками биржевых торгов являются члены биржи и лица, имеющие в соответствии с законом и правилами биржевой торговли право участвовать в биржевых торгах.

Состав участников биржевой торговли определяется в зависимости от вида биржи (фондовая или товарная) и принятыми законодательными актами.

Присутствующих в биржевом зале можно условно разделить на группы:

- заключающие сделки;
- организующие заключение биржевых сделок;
- контролирующие ход ведения биржевых торгов;
- наблюдающие за ведением торга.

Операции на биржах проводят только профессиональные участники, имеющие четкую специализацию по различным видам биржевой деятельности. Посредников в биржевых операциях называют поразному: биржевые маклеры, куртье, комисионеры, брокеры, маркет-мейкеры, дилеры. Все они работают либо за вознаграждение, выраженное в процентах или долях процента от общей суммы сделки, либо за свой счет.

Состав участников, заключающих сделки на товарных биржах, определяется правилами биржевой торговли и может отличаться в зависимости от того, какой является биржа – открытой или закрытой.

На открытой бирже заключать сделки в помещении биржевого дела имеют право:

- члены биржи и их представители;
- брокеры, аккредитованные на бирже;
- постоянные и разовые посетители, получившие право на участие в биржевых торгах.

На закрытой бирже заключать сделки имеют право:

- члены биржи и их представители;
- брокеры, аккредитованные на бирже.

Разовые и постоянные посетители ограничены в своих правах как участники биржевой торговли по сравнению с членами биржи и их представителями.

Во-первых, согласно законодательству постоянному посетителю предоставляется право на участие в

биржевых торгах на срок не более трех лет.

Во-вторых, число постоянных посетителей не должно превышать 30% общего числа членов биржи. Кроме того, постоянные посетители не участвуют в формировании уставного капитала и управлении биржей.

Если постоянные посетители имеют право на биржевое посредничество, то разовые посетители его лишены, так как они имеют право на совершение сделок только на реальный товар от своего имени и за свой счет.

Членами фондовой биржи могут быть любые профессиональные участники рынка ценных бумаг. Порядок вступления в члены фондовой биржи и их количество определяются правилами фондовой биржи. В отличие от товарной на фондовой бирже временное членство, а также неравноправное положение членов биржи, сдача мест в аренду и их передача в залог лицам, не являющимся членами данной биржи, запрещена.

Состав и количество посредников, участвующих в биржевых торгах, схемы взаимодействия со своими клиентами могут быть различными и часто зависят от уровня развития биржевой торговли и сложившихся традиций, характерных для данной страны и биржи. На биржах США торговцы, действующие непосредственно в операционном зале, делятся на несколько категорий. Например на Нью-Йоркской фондовой бирже (НФБ) существуют четыре категории членов: комиссионные брокеры, специалисты, брокеры торгового зала («двухдолларовые брокеры»), зарегистрированные трейдеры.

Комиссионные брокеры могут работать только по поручению клиентов. Операции за свой счет им запрещены,

Специалисты – дилеры работают за свой счет и от своего имени. Им запрещено выполнять брокерские функции, кроме заявок других членов биржи.

«Двухдолларовые брокеры» выполняют поручения комиссионных брокеров, если они не успевают выполнять заказы.

Зарегистрированные трейдеры также являются дилерами, но в отличие от специалистов не отвечают за определенные акции.

На Лондонской фондовой бирже участниками торгов являются:

- брокерско-дилерские фирмы, основная функция которых – исполнение поручений клиентов на куплю-продажу ценных бумаг и совершение операций за свой счет;
- маркет-мейкеры – члены биржи, обязующиеся котировать определенные ценные бумаги в течение рабочего дня.

Брокеры-дилеры являются посредниками между маркет-мейкерами по гилтам.

В РФ основными участниками торгов на фондовой бирже являются брокеры и дилеры. Их деятельность регламентируется Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг. Характер и виды работ, выполняемых брокерами и дилерами, зависят от наличия лицензии.

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг выделяет три вида брокерской и два вида дилерской деятельности.

Брокерская деятельность может быть:

- по осуществлению операций с ценными бумагами за исключением операций с государственными ценными бумагами, ценными бумагами субъектов Российской Федерации и муниципальных образований. Запрещено работать со средствами физических лиц;
- по проведению тех же операций, что и в первом случае, только разрешается оперировать средствами физических лиц;
- по осуществлению операций с государственными ценными бумагами, ценными бумагами субъектов РФ и муниципальных образований.

Дилерская деятельность может быть:

- по проведению операций с ценными бумагами, кроме государственных ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных образований;
- по осуществлению операций с государственными ценными бумагами, ценными бумагами субъектов РФ и муниципальных образований.

Брокерская и дилерская работа может проводиться совместно при условии наличия лицензий на осуществление соответствующих видов деятельности.

Подобная жесткая регламентация деятельности по операциям с ценными бумагами призвана обеспечить добросовестное и квалифицированное исполнение поручений клиентов, исключить случаи злоупотребления при использовании средств клиентов. Так, брокерскую лицензию на право работы со средствами физических лиц можно получать лишь по истечении двух лет работы на фондовом рынке с лицензией, дающей право работать с не государственными ценными бумагами. Получение лицензии на право осуществления той или иной из перечисленных видов деятельности на фондовом рынке обусловлено ФКЦБ выполнением ряда требований.

Финансовые требования к величине собственного капитала, минимальная сумма которого должна быть в пределах от 50 до 450 тыс. ЭКЮ в зависимости от вида осуществляемой деятельности.

В штате юридического лица, ведущего брокерскую или дилерскую деятельность, должны находиться аттестованные специалисты, а также юрист-контролер, исключительной компетенцией которого является осуществление контроля за соответствием брокерской и дилерской деятельности требованиям законодательства. Работа на фондовом рынке без соответствующей лицензии категорически запрещена. За нарушение этого требования предусматривается уголовная ответственность вплоть до лишения свободы сроком до 3 лет Вторую группу, организующую заключение биржевых сделок, представляют прежде всего сотрудники биржи, находящиеся (работающие) в зале. Они создают необходимые условия участникам торгов для совершения сделок. К последним относятся:

- маклеры, ведущие биржевой торг;
- операторы (помощники маклера), фиксирующие заключение сделок в своем кругу;
- сотрудники расчетной группы отдела организации биржевых торгов, помогающие брокерам оформить заключенную сделку;
- работники отдела (бюро) экспертизы биржи, организующие проведение экспертизы товаров, выставляемых на торг, и оказывающие необходимую консультацию участникам торгов;
- работники юридического отдела биржи, консультирующие при оформлении заключенных сделок и составлении биржевых договоров.

Группу, контролирующую ход ведения торга, составляют Государственный комиссар и представители биржи. Государственный комиссар на бирже осуществляет непосредственный контроль за соблюдением законодательства биржей и биржевыми посредниками. Поэтому он имеет право:

- присутствовать на биржевых торгах;
- участвовать в общих собраниях членов биржи и в общих собраниях членов секций (отделов, отделений) биржи с правом совещательного голоса;
- знакомиться с информацией о деятельности биржи, включая все протоколы собраний и заседаний органов управления биржи и их решения, в том числе конфиденциального характера;
- вносить предложения и делать представления руководству биржи;
- вносить предложения в Комиссию по товарным биржам.

Кроме Государственного комиссара ход биржевого торга могут контролировать члены биржевого комитета (совета), члены Ревизионной комиссии, старший маклер и начальник отдела организации торгов биржи.

Группу, наблюдающую за ведением биржевого торга, составляют так называемые гости. В их состав включаются представители прессы (постоянно аккредитованные на бирже или разовые), а также разовые посетители, не получившие права на заключение сделки, но имеющие право дать необходимое указание брокеру, выполняющему их поручения.

Права и обязанности участников биржевой торговли определяются внутрибиржевыми нормативными документами, прежде всего уставом биржи, Правилами биржевой торговли, которые разрабатываются на основе *Законов Российской Федерации «О товарной бирже и биржевой торговле» и «О рынке ценных бумаг».*

8.3. ДОПУСК БИРЖЕВОГО ТОВАРА К ТОРГАТ

Процесс обращения фондовых ценностей на всех официально зарегистрированных фондовых биржах может осуществляться только с такими ценными бумагами, которые успешно прошли специальную биржевую процедуру, известную под названием «листинг», т.е. буквально «включение в список». Всякой компании необходимо внести таким путем в лист (список) соответствующей биржи свои ценные бумаги, что является обязательной предпосылкой для допуска к торговле на ней. Иногда фондовые биржи не только не допускают фондовые ценности, отсутствующие в листах (списках), к процессу обращения в своих помещениях, но под страхом самых суровых санкций категорически запрещают зарегистрированным на них членам осуществлять какие-либо операции с такими ценностями даже по инициативе клиентов. Все сделки с не внесенными в биржевые листы ценными бумагами подлежат обсуждению и исполнению исключительно в частном порядке только между самими участниками и вне помещения биржи; при этом биржа не несет ответственности за надежность и законность таких сделок, как не попадающих под ее юрисдикцию и не отвечающих принятым на ней правилам и положениям.

Листинг конкретных видов ценных бумаг, т.е. факт их появления в биржевых списках, по существу, означает разрешение на участие их в торгах и дает им все привилегии, которыми наделяется любая иная ценная бумага, уже задействованная в биржевой торговле. С чисто юридической точки зрения никакой продавец изначально не обязан вносить свои акции и иные ценные бумаги в те или иные биржевые листы; он лишь имеет на это право, которое вовсе не обязательно к реализации. Тем не менее биржевая торговля превращается в выгодное и привлекательное мероприятие, поэтому, как правило, большинство компаний всегда стремится разместить свои ценные бумаги на какой-либо одной или даже нескольких различных биржах. Причиной этому служат определенные преимущества, вытекающие из реализации данного права на практике.

Прежде всего процесс обращения фондовых ценностей происходит под постоянным контролем и непосредственно регулируется самой биржей, которая таким образом предохраняет заключаемые на ней сделки от появления на них элементов мошенничества и злоупотреблений. Это приводит к высокой маркетабельности, т.е. годности для реализации на рынке, повышенному уровню ликвидности ценных бумаг, а также к относительной стабильности цен на них.

Инвестор, покупающий ценные бумаги, включенные в котировальный лист биржи, может быть уверен в том, что сможет регулярно иметь достоверную и своевременную информацию о компании-эмитенте и рынке ее ценных бумаг. Он получает таким образом возможность оценить перспективы экономического развития эмитента и качество его ценных бумаг. Покупатели (владельцы) ценных бумаг, прошедших листинг и имеющих рыночную котировку, как правило, имеют преимущество в резервировании под их обеспечение по сравнению с ценными бумагами такой котировки не имеющими. Таким образом, можно утверждать, что всякий инвестор, решивший вложить средства во внесенные в листы фондовые ценности, автоматически приобретает полный набор всех средств защиты, предлагаемый фондовыми биржами. Однако фондовая биржа не гарантирует стабильную доходность инвестиций в ценные бумаги компаний, прошедших листинг.

Целый ряд несомненных выгод от внесения своих ценных бумаг в биржевые листы фондовых бирж извлекают и сами компании – эмитенты. Так, они получают куда большую известность и популярность (паблисити) среди лиц, занятых в сфере инвестиций. Как правило, банки, финансовые институты и сами брокеры крайне неохотно соглашаются заниматься подпиской на новые выпуски акций и иных ценных бумаг тех компаний, которые отвечают

отказом на предложения о внесении таких бумаг в биржевые листы хотя бы на одной официально зарегистрированной бирже. Котировка акций на бирже позволяет компаниям занять устойчивые позиции на рынке. Биржа – это система поддержки рыночной стоимости акций. При поглощении и слиянии компаний оценка их активов опирается на курсовую рыночную стоимость акций, а не на книжную, балансовую, которая у таких компаний, как правило, ниже. Листинг в ряде стран является основанием для предоставления компании определенных, более существенных скидок при налогообложении. И наконец, компаниям, состоящим в таких листах, как правило, легче бывает добиться доверия и расположения банков и финансовых институтов в случаях возникновения у них потребности в займах и кредитах, а также облегчает для компаний размещение новых выпусков облигаций, конвертируемых в списочные (листинговые) акции.

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

В нашей стране листинг пока не оказывает сколько-нибудь значительного влияния на оценку качества ценной бумаги, как с точки зрения инвестора, так и оценку эмитента, с точки зрения партнера. Однако все чаще в нормативных документах упоминаются ценные бумаги, имеющие рыночную котировку, т.е. допущенные к торгам на бирже. Вместе с тем следует отметить, что развитие процесса листинга на отечественном фондовом рынке в целом соответствует мировой практике. В *Законе «О рынке ценных бумаг»* отмечается, что листинг проводится фондовыми биржами в соответствии с ее внутренними документами.

Процедура листинга на бирже должна обеспечивать:

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

Временное положение о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг, утвержденное постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг в декабре 1996 г., определяет, что биржи вправе устанавливать листинг первого и второго уровней. При этом на листинг первого уровня может претендовать только эмитент, а на листинг второго уровня – как эмитент, так и участник торговли.

Процедура листинга (для первого и второго уровней) должна включать следующие этапы:

- предварительный;
- экспертиза;
- соглашение о листинге;
- поддержание листинга;
- делистинг.

Предварительный этап заключается в том, что биржа вырабатывает требования, предъявляемые эмитенту и его ценным бумагам.

В соответствии с Временным положением требования устанавливаются для первого и второго уровней листинга. Часть требований является общей для двух уровней, но часть требований различается.

Общими требованиями являются:

1. Ценные бумаги должны быть выпущены и зарегистрированы в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации и иными нормативными документами.
2. Отчет об итогах выпуска ценных бумаг должен быть зарегистрирован в установленном порядке.
3. Ценные бумаги должны быть свободно обращаемыми.
4. Наличие в торговой системе на постоянной основе котировок не менее чем двух маркет-мейкеров.
5. Для акций акционерных обществ: во владении заинтересованных лиц должно находиться не более 60% голосующих акций акционерного общества.
6. Эмитенты ценных бумаг принимают обязательство по соблюдению установленных законами и биржей требований по раскрытию информации в определенных порядке и объеме.

К требованиям, имеющим отличия, относят:

1. Количество акционеров или участников общества должно быть для первого уровня не менее 1000, для второго – не менее 500.
2. Размер собственного капитала эмитента ценных бумаг должен составлять для первого уровня не менее 10 млн ЭКЮ, для второго – не менее 6 млн. ЭКЮ,
3. Срок существования эмитента, чьи ценные бумаги проходят листинг, должен быть для первого уровня не менее 3 лет и 2 лет для второго уровня,

Кроме того, для поддержания котировального листа в качестве дополнительного требования организатор торговли устанавливает минимальный объем продажи ценных бумаг эмитента в среднем за месяц по итогам каждого отчетного полугодия. Указанный объем для листинга первого уровня не может быть менее 40 тыс. ЭКЮ, для второго – 20 тыс. ЭКЮ.

Инициатором листинга выступает эмитент или участник торговли (заявитель), который подает письменное заявление на имя биржи и другие установленные документы, необходимые для принятия решения о допущении ценных бумаг к торгам.

Как правило, представляются учредительные документы, справка об оплаченном уставном капитале, копии проекта эмиссии установленного законом образца, если акционерное общество функционирует более одного года или является правопреемником другого юридического лица, то дополнительно представляются бухгалтерский баланс и отчет о распределении прибыли за последний финансовый год, заверенный независимыми аудиторами. Как правило,

биржа оставляет за собой право требовать от эмитента предоставления других документов и информации, необходимой для проведения экспертной оценки и допуска ценных бумаг к котировке.

Заявление участник торговли подает после ознакомления с требованиями, предъявляемыми биржей. Они основываются на минимальных требованиях, установленных Временным положением.

Второй этап носит название (экспертиза). Его суть состоит в том, что биржа собственными силами (для проведения экспертизы документов, представленных эмитентом или участником торговли, формирует котировальный комитет (отдел листинга), включающий представителей биржи, участников торговли и независимых экспертов) или силами привлеченных аудиторских фирм проводит рейтинг (устанавливает оценку качества) как ценных бумаг, так и их эмитента. Итогом данного этапа является включение ценных бумаг в котировальный лист и уведомление об этом заявителя.

При отказе во включении ценных бумаг в котировальный лист биржа уведомляет заявителя с обоснованием причин отказа.

Соглашением о листинге определяются обязанности сторон: заявителя и биржи. Биржа берет на себя обязательство поддерживать рынок тех ценных бумаг, которые включены в котировальный лист и все изменения в них регулярно публикуются в периодическом общероссийском печатном издании с тиражом не менее 50 тыс. экземпляров, а также распространяется в установленном порядке среди участников торговли.

Эмитенты обязуются предоставлять бирже отчеты о результатах своей деятельности.

Поддержание листинга заключается в выполнении сторонами установленных обязательств и уплате заявителем установленных взносов.

Делистинг – это исключение ценных бумаг из котировального листа биржи. Оно может производиться по следующим причинам:

- заявление участника торговли об исключении ценных бумаг из котировального листа;
- принятие регулирующим органом решения о признании выпуска ценных бумаг несостоявшимся;
- вступление в силу решения суда о недействительности выпуска ценных бумаг;
- ликвидация эмитента ценных бумаг;
- истечение сроков запуска ценных бумаг к обращению через биржу;
- невыполнение заявителем соглашения о листинге;
- несоответствие показателей деятельности эмитента установленным требованиям для включения в котировальный лист.

Процедура делистинга имеет место и в зарубежной практике.

С целью защиты интересов инвесторов биржа может временно или навсегда исключить ценные бумаги акционерного общества из котировочного листа. Правилами допуска акций корпорации к котировке, действующими на Нью-Йоркской фондовой бирже, за ней закрепляется право приостановить котировку акций компании или вообще исключить ее из числа котировующихся, если появятся обстоятельства, которые совет директоров сочтет достаточно основательными для принятия такого рода мер. Они могут быть приняты по отношению к фирмам, отвечающим всем «количественным требованиям», но имеющим неблагоприятное финансовое состояние, поскольку банкротство компании – это удар и по репутации биржи, где котировались ее акции.

Существуют три формы временного прекращения котировки на бирже:

- отсрочка начала торговли – до открытия торгов биржа может приказать трейдерам сбалансировать заказы на покупку или продажу и тем самым определить более справедливую цену, если по какому-либо виду акций поступило необычайно большое количество заказов на покупку или продажу;
- перерыв в торговле объявляется в любое время, чтобы сообщить какую-либо важную новость;
- приостановка торговли на одну сессию и более используется, когда нужно время, чтобы разобраться в каком-то важном событии, или при нарушении компанией соглашения о листинге до устранения такого нарушения или принятия решения о делистинге ценных бумаг компании-эмитента.

При допуске к биржевой торговле ценных бумаг в Германии решающую роль играют кредитные институты. Они являются универсальными банками, их деятельность распространяется на осуществление банковских операций, включая торговлю ценными бумагами, хранение и управление ценными бумагами. Банк, занимаясь подготовкой документа на допуск, принимает на себя руководство по осуществлению этой процедуры. Предприятие-эмитент должно просуществовать по крайней мере три года, прежде чем оно сможет подать ходатайство о допуске своих ценных бумаг к официальной котировке на бирже. Вместе с подачей ходатайства должна быть представлена официально заверенная выписка из торгового реестра, последняя регистрация устава, а также годовые балансы и оплата за три года деятельности.

Эмиссия должна достигать предположительной курсовой стоимости в размере 2,5 млн немецких марок. Для обеспечения достаточного уровня спроса на акции, допуск которых предусматривается, необходимо разместить на рынке по крайней мере 25% уставного капитала. Ценные бумаги должны свободно обращаться на рынке, поэтому их деление по достоинству должно учитывать потребности биржевой торговли, а печатное оформление защищено от фальсификации.

Для проверки соответствия параметра выпуска ценных бумаг установленным критериям, а также постоянного анализа инвестиционных качеств ценных бумаг на биржах созданы специальные отделы. Зачастую такой отдел носит название отдела листинга, который параллельно решает следующие задачи: осуществляет экспертизу соответствия показателей, указанных в заявке эмитента, формальным критериям, установленным биржей, и выносит свои рекомендации.

8.4. ТОРГОВЫЕ ПОРУЧЕНИЯ И ИХ ВИДЫ

Биржа – это царство посредников, поэтому процесс введения приказов на покупку и продажу предусматривает два этапа. Во-первых, это получение приказа от клиента брокером, который связан с ним договором и должен выполнить данное поручение. Во-вторых, это введение брокером заявки в биржевой торг.

Осуществление торговли на биржевом, регулируемом или стихийном рынках предполагает наличие механизмов введения торговых поручений на покупку и заказов на продажу в процесс торга. На биржевом рынке их оформление на покупку и продажу формализовано и имеет определенные стандарты.

Технология биржевой торговли ценными бумагами предполагает, что имеющийся спрос оформляется согласно правилам работы биржи торговым поручением на покупку, а предложения – заявкой на продажу ценных бумаг (заказом на продажу).

Современный инвестор имеет возможность дать разнообразные поручения своему брокеру по заключению сделок с ценными бумагами, котирующимися на бирже. Торговые поручения подаются либо накануне биржевого торга, либо в процессе его.

Приказ, оформляемый в форме торгового поручения, – это конкретная инструкция клиента через брокера, поступающая к месту торговли. Обязанность брокера выполнить все указания, содержащиеся в нем, и как можно лучше исполнить его в процессе биржевого торга.

Торговое поручение может оформить любое физическое лицо или юридическое лицо (клиент), имеющий договор с брокером, который может выполнить данный заказ на бирже. Однако, чтобы заказ был исполнен, клиент должен предоставить гарантии оплаты приобретаемых ценных бумаг. Такими гарантиями могут быть представление брокеру простого векселя на полную сумму сделки либо перечисление на счет брокера суммы в определенном проценте от суммы сделки. Эта сумма является залогом и может быть использована брокером, если клиент не выполнит свои обязательства, либо открытие брокеру текущего счета (с правом распоряжения) на сумму, составляющую определенный процент от суммы сделок, поручаемых брокеру в течение полугодия. Также можно предоставить брокеру аккредитив на полную сумму сделки или страховой полис. Однако самым эффективным средством расчета является банковская гарантия, содержащая безусловное обязательство банка оплатить все его задолженности по первому требованию брокера. Такая форма расчетов не отвлекает финансовые ресурсы из оборота брокера или его клиента и максимально приближает время совершения сделки и время платежа.

Если клиент направляет брокеру торговое поручение с указанием продать ценные бумаги, то одновременно он должен направить брокеру сами ценные бумаги, предназначенные для продажи, или сохранный расписку (заверенную руководителем и главным бухгалтером). Расписка содержит обязательство выдать ценные бумаги по первому требованию брокеру или другому лицу, имеющему доверенность от брокера.

Техника передачи биржевых торговых поручений весьма разнообразна: можно воспользоваться услугами курьера, отправить заказное письмо по почте, послать заверенную телеграмму или телекс, использовать телефакс. Если есть взаимосогласованный документ, подтверждающий периодическую силу заявок по телефону или сетям компьютерной связи, то возможно и таким путем передавать информацию своему брокеру. Инвестор может поручить брокеру не только купить те или иные ценные бумаги наиболее предпочтительного, с точки зрения эмитента, но и оговорить в заявке условия, при которых должна состояться сделка. Поэтому текст заявки должен содержать необходимую информацию для брокера. С целью успешной реализации приказа заявка должна содержать пять групп указаний.

В ней определяется вид торгового поручения, указывающий на положение клиента в сделке как покупателя или продавца (заказ или предложение), указан номер договора, код брокера, вид ценной бумаги, ее точное наименование, которое фигурирует в курсовом бюллетене. Кроме того, если бумаги котируются по сериям, как, например, «Облигации государственного сберегательного займа», то следует указать и серию. Подавая заявку на акцию, необходимо уточнить ее категорию, например простая или привилегированная акция. Если эмитент имеет несколько выпусков облигаций, обязательно уточняется год выпуска ценной бумаги, указанной в заявке. Объединение этих распоряжений не случайно. Общее правило по кассовым сделкам «спот» на ведущих фондовых биржах мира состоит в том, что биржевая заявка действительна на всех биржевых торгах того месяца, в течение которого была подана. После последних биржевых торгов текущего месяца она теряет силу. Если брокер получил «контингентный» заказ, то он должен одновременно покупать одни ценные бумаги и продавать другие фондовые ценности.

В ней должно быть указано количество ценных бумаг, т.е., определен объем заявки. В связи с классификацией приказов они различаются на: заявки, в которых указан лот (lot group); партия ценных бумаг, являющаяся единицей сделок, обычно сто акций или неполный лот (odd lot); любое количество акций, меньшее единицы сделок, например менее 100 акций или приказ на покупку нестандартной партии ценных бумаг. Конкретная величина лота, принимаемая на бирже, называется фасовкой, или торговой мерой.

В каждой заявке должен быть определен срок ее исполнения: текущее заседание биржи, перенос сроков, условия продления этих сроков и тип сделки (кассовая сделка – «спот», срочная сделка – «форвард»; опцион – «кол», опцион – «пут»).

Однако клиент всегда может изменить срок действия торговых поручений. Рассматривая классификацию приказов по времени действия торгового поручения, можно выделить:

- распоряжение, действующее один день;
- заявку, действующую одну неделю;
- приказ, действующий до момента исполнения или истечения его срока – открытый приказ;
- по открытию или закрытию.

Заказы, подлежащие исполнению в течение дня, в котором они переданы, и заказы, в которых не указаны сроки, считаются дневными. В отличие от дневных открытые заказы остаются в силе до тех пор, пока они не исполнены или отменены. Брокеры обычно ограничивают срок таких заказов тринадцатью, шестьюдесятью или девяноста днями, а затем спрашивают своих клиентов, желают ли те продлить сроки. Приказы «на момент закрытия» могут быть введены на любое время рабочего дня, но будут выполнены настолько близко по времени закрытия биржи, насколько позволяют условия сделки. Приказ, выполняющийся при открытии, должен быть в течение нескольких минут после открытия биржи введен в систему биржевого торга до определенного, строго фиксированного часа. На некоторых биржах торговые поручения на приобретенные акции, связанные с реализацией права акционера на преимущественное приобретение дополнительных акций при увеличении уставного капитала, обычно действуют в течение всего периода подписки на акции.

Если же сделка срочная, то обычно заявка действительна до даты текущей ликвидации сделки, т.е. текущего расчета, если участник сделки не ограничил срок действия своей заявки более ранней датой. На некоторых биржах существуют исключения, например заявки на куплю-продажу по первому и последнему курсам действительны лишь в течение одного заседания биржи.

Важным условием каждой заявки является уровень цены.

Приказы классифицируются по типу:

- рыночный приказ;
- приказ, ограниченный условиями;
- стоп-заказ.

Именно типы приказов отражают конкретную стратегию клиента на фондовом рынке.

Если клиент поручает брокеру купить или продать определенное количество ценных бумаг по текущему рыночному курсу, купить или продать конкретные ценные бумаги на фиксированную сумму по усмотрению брокера либо предоставляет право брокеру действовать в рамках установленной клиентом суммы, оставляя выбор ценных бумаг, их количество, направление сделки, цену на усмотрение брокера, то брокер имеет право «брать» цену с рынка, т.е. выполнять данную заявку как рыночную. Если клиенту необходимо купить ценные бумаги в целях увеличения капитала в течение длительного периода, то текущая цена не может быть существенным фактором, и подается рыночный приказ.

Брокер в любом случае постарается получить наилучшую возможную цену. При этом он имеет право заявки, поступающие до открытия биржи, выполнить полностью по первому котированному курсу, а заявки, поданные в ходе заседания биржи, исполнить с учетом возможности рынка с момента ее поступления. Все заказы, где нет цены, считаются рыночными, с другой стороны, клиент, который имеет краткосрочные цели и хочет получить доход от перепродажи ценных бумаг, устанавливает ценовой лимит, т.е. цену, по которой должна состояться сделка, если брокер не сможет получить лучшую. В этом случае он предлагает брокеру купить ценные бумаги по фиксированному курсу или ниже или продать ценные бумаги по фиксированному курсу или выше. Трудно ожидать, что такие заказы будут исполняться сразу же по прибытии на биржу, поэтому они заносятся в книгу лимита заказов.

Если котированный курс выше установленного в заявке лимита при продаже и ниже при покупке, то заявки исполняются, и торговля ценными бумагами для клиента осуществляется непрерывно. Однако лимитный заказ позволяет остановить торговлю ценными бумагами для клиента, как только их цена выходит из определенного интервала. К такому приему клиент прибегает в том случае, если желает, чтобы брокер продавал его акции, но до тех пор, пока цена снизится до установленного в лимитном заказе предела с целью сокращения убытков от падения цены. Напротив, если цена акции растет, а инвестор желает приобрести эти ценные бумаги, то его брокер покупает их в тот момент, когда курс ценной бумаги совпадает с «лимит-ценой», на которой клиент просил остановить покупку ценных бумаг.

Одной из особенностей «стоп-заказа», название которого произошло от выражения «stop loss» – ограниченные потери, является возможность его использования для хеджирования от возможных потерь (убытков) или от возможного сокращения «бумажной прибыли». Одно из правил работы с ценными бумагами гласит: «Нельзя покупать ценные бумаги при самом высоком курсе, а продавать при самом низком». С помощью «стоп-заказа», или, как его еще называют, порогового поручения, клиент устанавливает свой, приемлемый для него минимальный уровень при продаже и максимальный – при покупке. Например, если клиент купил акции по 90 единиц, рассчитывая их продать по большей цене, однако вопреки его прогнозам курс акции пошел вниз, то его брокер имеет «стоп-цену» продажи – 88 единиц, таким образом, клиент знает, что его максимальные потери от падения курса не будут превышать 2 единицы.

Торговое поручение на продажу «стоп-заказ» ценной бумаги превращается в рыночное торговое поручение в тот момент, когда она продается по котированному курсу, равному или более низкому чем цена «стоп-заказ».

Если спекулянт совершает срочную сделку, рассчитывая на понижение курса, и имеет договор, по которому к концу месяца должен поставить ценные бумаги по 80 единиц, а курс неожиданно для него пошел вверх, то его брокер имеет «стоп-цену» покупки 82 единиц, таким образом, он ограничивает свои потери 2 единицами.

Аналогично «стоп-заказ» используется и для сокращения потерь прибыли. Инвестор, имея некоторую «бумажную прибыль», которую не хочет превратить в наличность, в частности, потому, что рассчитывает на рост курса, вместе с тем страхует себя от ее потери. При падении курса его брокер имеет поручение продать акции при достижении курсом порогового значения.

Например, инвестор приобрел ценные бумаги за 60 единиц, в настоящее время биржевой курс – 70 единиц и есть надежда на рост курса, «бумажная прибыль» составляет 10 единиц. Однако если курс упадет до 68 единиц, брокер продаст ценные бумаги, таким образом, «недополученная прибыль» не будет превышать 2 единиц. Следовательно, инвестиционные цели клиента всегда конкретны, между тем, вводя приказ просто как рыночный или лимитный, брокер не может учесть их в полной мере. Поэтому существует *пятый вид классификации приказов – по*

конкретным распоряжениям (или особым реквизитам):

- приказ на собственный выбор;
- «связанный заказ»;
- «лучший приказ»;
- приказ на выполнение по возможности, остальное отменить и выполнит или отменить;
- не понижать, не повышать;
- приказ «или-или»;
- приказ «с переключением», «сначала ..., а затем „..» «все или ничего»;
- приказ «приму в любом виде»;
- приказ «проявить внимание».

Приказ на собственный выбор передается в том случае, если между брокером и его клиентом установились доверительные отношения и клиент полагается на знание брокером конъюнктуры фондового рынка. В заявке клиента может быть указано:

- купить определенные ценные бумаги на фиксированную сумму по усмотрению брокера;
- продать определенные ценные бумаги по усмотрению брокера. Клиент может передать «дискретное поручение», предоставляющее брокеру право действовать в рамках конкретной суммы. Причем в этом последнем случае выбор ценных бумаг, их количество, направление сделки, цены и время выполнения выбирает брокер. Такой заказ фактически означает передачу брокеру всех полномочий в области принятия инвестиционных решений. Неограниченные полномочия требуют высокой квалификации и безупречной репутации брокера.

Близок по значению к дискретному поручению и «связанный заказ». Он предполагает, что брокер исполнит для клиента в течение одной биржевой сессии ряд сделок по покупке и продаже ценных бумаг. Иногда клиент назначает разницу, которая должна быть между курсом продажи и покупки.

Иные виды приказов ограничивают полномочия брокера и, по существу, требуют от него знания нынешней конъюнктуры фондового рынка для успешного определения курса и время проведения сделки.

«*Лучший приказ*» обязывает брокера всегда стремиться получить цену, лучшую, чем цена ограниченного приказа. Приказ, оцененный как «лучший», показывает, что цена ограниченного приказа выше рыночной (при покупке) или ниже (в случае продажи).

Если брокер получил *приказ выполнить по возможности*, остальное отменить, приказ выполняется немедленно либо полностью, либо частично, а невыполненная часть отменяется. Возможна и более жесткая форма приказа – выполнить или отменить. Этот приказ исполняется полностью и немедленно по получении, иначе он должен быть отменен.

Приказ «не понижать» содержит указания о том, чтобы ограничения по приказу не были снижены на сумму дивиденда в случае, если с ценными бумагами производятся сделки без выплаты дивидендов наличными. Приказ «не понижать» применяется только к обычным наличным дивидендам.

Приказ «не повышать» определяется как ограниченный приказ на покупку, стоп-приказ на продажу или стоп-ограниченный приказ на продажу, который не должен быть повышен на сумму акций, покупаемых без дивидендов.

Клиенту, в частности, предоставляется право поставить в зависимость заключение одной сделки от заключения или незаключения другой. *Приказ «или-или»* предполагает, что заключение одной из сделок автоматически отменяет все остальные заказы. *Приказ «с переключением»* означает, что выручка от продажи одних ценных бумаг может быть использована для покупки других. Несколько иначе формулируется, но близок к нему по значению *приказ «сначала..., а затем...»*, выполнение этого приказа также предполагает покупку и продажу ценных бумаг в последовательности, обязательной для брокера «сначала продать, а затем купить» ценные бумаги или наоборот. Например, клиент может пожелать сначала совершить продажу, чтобы иметь денежный резерв для торговли ценными бумагами, а затем совершить покупку. *Приказ «все или ничего»* означает, что брокер должен купить или продать все акции, указанные в заказе, прежде чем клиент согласится с исполнением заявки. *Приказ «приму в любом виде»* предполагает, что клиент примет любое количество ценных бумаг из указанных им в заявке вплоть до заказанного максимума.

Приказ «проявить внимание» помогает клиенту обратить внимание брокера на важность сделки. Полагаясь на мнение и опыт брокера, клиент в то же время ориентирует брокера на наиболее важные из числа передаваемых ему заявок.

После получения заявок от своих клиентов брокер осуществляет регистрацию (прием) торговых поручений и введение их в биржевой торг.

Предварительной фазой торгов, которая на профессиональном языке называется игрой квалифицированными заявками, является период регистрации (приема) заявок. В это время брокер анализирует ситуацию, складывающуюся на рынке, просматривает все поданные заявки, вносит в них коррективы по любым параметрам, необходимые с его точки зрения, уточняет состав открытых приказов. Однако следует иметь в виду, что формирование заявок на куплю-продажу ценных бумаг осуществляется брокером на основе приказов клиентов. Они несут полную ответственность за соответствие поданных заявок этим поручениям. Исполнение заявок осуществляется в процессе биржевого торга. Есть определенные особенности, отличающие процесс исполнения заявок в ходе биржевой сессии от биржевого оборота. И к ним относится тот факт, что на ведущих биржах мира сделки в основном совершаются с ценными бумагами, прошедшими процедуру листинга.

8.5. ТЕХНИЗТ ВЕДЕНИЯ БИРЖЕВОГО ТОРГА

Технический прогресс, развитие биржевого дела не изменили основу организации биржевой торговли. К ней

относится строгое требование к тому, чтобы сделки совершались только в определенном месте -биржевом зале. Большое значение придается правильному расположению и техническому оснащению биржи. Считается, что это в значительной степени определяет объем проводимых операций купли-продажи, величину накладных расходов и в конечном итоге конкурентоспособность биржи как формы торговли.

Особые требования предъявляются к *биржевому операционному залу*, в котором проводятся биржевые торги. Наиболее важными можно считать следующие:

1. Биржевой зал должен быть достаточно вместим. На зарубежных биржах операционный зал рассчитан на 2-3 тыс. человек, причем каждому участнику биржевого торга создаются все необходимые условия для осуществления купли – продажи.

2. На большинстве бирж мира торговля ведется сразу несколькими видами товаров. Для заключения сделок по каждому из них отводится отдельный зал или участок в большом зале, пол которого ниже, чем пол зала. По-этому место, где заключаются сделки, называется биржевой ямой, полом или биржевым кольцом.

Биржевое кольцо должно быть устроено таким образом, чтобы создать равные возможности для всех участников торга. Вот почему на зарубежных биржах оно представляет собой не полностью замкнутую круговую арену с возвышающимся амфитеатром несколькими рядами (например, как зрительный зал в цирке). Такой принцип построения биржевого кольца дает возможность хорошо видеть участников торга ведущему, своевременно улавливать их реакцию при объявлении товара, выставляемого для продажи, и его цены. В настоящее время у российских бирж пока нет специально построенных помещений для проведения биржевых торгов. Часто для этого использовались достаточно вместительные конференц-залы.

3. В центре или у края кольца или ямы имеется возвышение, на котором находятся служащие биржи, ведущие биржевой торг и регистрирующие сделки и цены.

4. Следующее требование к биржевому залу заключается в том, что в зале должны быть специально оборудованные места для тех, кто получил право торговать на бирже. Они, как правило, называются местами или каби-нами брокеров и располагаются по периметру зала. Таких кабин может насчитываться до 400-500.

5. Для доведения необходимой информации до брокеров в операционном зале оборудовано специальное информационное табло. На зарубежных биржах на таком табло дается информация не только о сделках и ценах, зарегистрированных в данном кольце (яме), но и аналогичная информация по остальным товарам этой биржи и по другим товарным, фондовым и валютным биржам, а также сведения, которые могут повлиять на движение цен (о погоде, забастовках, отгрузках товаров, политических событиях и т.д.).

6. Биржевой зал и каждое биржевое место оборудованы техническими средствами (телефонной, телефаксной связями), а также компьютером с выходом на электронное табло биржи для оперативной связи брокеров с клиентами и персоналом биржи.

7. Рядом с биржевым залом размещаются отделы работников стационарного аппарата биржи и хранилища информации о торгах.

8. В биржевом зале предусматриваются рабочие места для представителей информационных агентств, передающих оперативные биржевые новости.

В биржевом кольце (яме) торговля ведется в строго определенное время, которое называют биржевой сессией. Опыт работы зарубежных бирж показывает, что это время не может быть установлено произвольно, оно должно учитывать наличие бирж соответствующего товара в других странах или временных поясах. Так, время проведения сделок с нефтью и дизельным топливом на биржах США и Англии установлено таким образом, чтобы окончание торговли в Лондоне совпало с ее началом в Нью-Йорке. Это продлевает время заключения сделок, что способствует росту биржевых операций. Для этого биржи часто заключают специальные соглашения.

Торговлю в биржевом кольце (яме) ведут брокеры или члены биржи, физически там присутствующие. За рубежом для работы в кольце допускаются только те брокеры, которые выдержали соответствующие квалификационные испытания.

Зарубежная практика показывает, что брокеры, присутствующие в биржевом зале, заключают сделки либо за свой счет (в США их называют «местными», а в Англии – дилерами), либо для клиентов (в США – «брокерами на полу», а в Англии – брокерами).

Основная часть сделок заключается «брокерами на полу» (брокерами), которые работают в интересах клиентов – не членов биржи. При этом существенным моментом является передача заказов клиентов брокерам, присутствующим в кольце. Клиент может передавать его по телефону или заранее перед началом торга. Самым важным в заказе клиента является цена.

Мировая практика выработала два метода ведения биржевого торга: *публичная торговля* (сделки заключаются путем выкриков, дублируемых сигналами, которые подаются рукой и пальцами) и *торговля шепотом*. Следует подчеркнуть, что торговля шепотом имеет довольно ограниченное рас-пространение, преимущественно в странах Юго-Восточной Азии и Японии.

При заключении сделок подачей рукой и пальцами положение руки обозначает продажу или покупку. Например, если ладонь обращена к брокеру, то это означает, что он покупает, а если от него – то продает. Когда брокер руки и пальцы держит в горизонтальном положении, он пальцами показывает, насколько его предложение выше или ниже последней цены, отображенной на информационном табло. Руки и пальцы, поднятые вертикально вверх, показывают число контрагентов, которые брокер покупает или продает по предложенной цене. Такая система заключения сделок необходима для более точной работы ведущего торг в связи с тем, что в биржевом зале обычно собирается большое количество брокеров-продавцов и брокеров-покупателей. На российских биржах эта система проведения биржевого торга пока не применяется, потому что на один товар, как правило, приходится один продавец и один покупатель. Поэтому биржевой зал предназначен для того, чтобы свести брокера-продавца и брокера-покупателя и дать им возможность обговорить условия сделки.

Публичная биржевая торговля за рубежом основана на принципе двойного аукциона, для которого необходимо, чтобы покупатели повышали цену спроса, а продавцы понижали цену предложения. Совпадение предложений продавца и покупателя является основанием для заключения сделки. Особенностью современной биржевой торговли за рубежом при большом числе продавцов и покупателей является небольшая разница между ценами предложения и спроса (0,1% уровня цены). Это облегчает заключение сделок, способствует росту объема оборота биржи, снижает накладные расходы на ведение торговых операций.

Кроме того, при биржевом торге, особенно в США, под влиянием законодательства стали ограничивать размер колебаний цен. Например, в США для зерновых он составляет 0,25 цента за 1 бушель; 0,01 цента за 1 кипу хлопка; 1 цент за 1 баррель нефти и т.д.; в Англии: для алюминия и меди – 50 пенсов за 1 т, цинка и свинца – 25 пенсов за 1 т и т.д. Таксимально допустимые в течение дня колебания цен, превышение которых ведет к прекращению торговли, установлены только в США. Такая мера необходима для предотвращения паники на бирже, она дает время торговцам лучше оценить влияние рыночной конъюнктуры на цены, сделать более упорядоченными расчеты, не допустить неоправданных банкротств. Основанием для заключения сделки является устное согласие брокера. Зарубежная практика показывает, что после высказанного устного согласия каждый брокер тут же фиксирует покупку или продажу, число контрактов, цену, время совершения сделки и фамилию брокера-контрагента в своем блокноте. По Правилам биржевой торговли после окончания торгов в строго установленное время (например, не позднее утра следующего дня) брокеры обмениваются письменными контрактами для того, чтобы сделка приобрела юридическую силу. В обязанности работников биржи и специальных биржевых комитетов входит контроль за правильностью заключения сделок.

На зарубежных биржах используются специальные компьютерные системы для регистрации сделок и их фиксации в информационных банках данных вне биржи.

Процедура биржевого торга, сложившаяся на товарных и фондовых биржах России, имеет следующий вид.

Маклер зачитывает наименование биржевого товара и его цену при поступлении заявок. Брокер проявляет интерес к товару, объявленному маклером, путем возгласа или поднятия руки. Брокер, выставивший товар на продажу, и брокер, проявивший к нему интерес, оговаривают между собой дополнительные условия сделки. При достижении согласия брокеры (брокер-продавец и брокер-покупатель) подписывают заявку, в которой заявлен товар, являющийся объектом сделки. С этого момента сделка считается заключенной. Подписанная двумя сторонами заявка передается маклеру, который регистрирует ее совершение своей подписью на заявке и проставляет время и дату регистрации. После этого оператор на кругу вводит информацию о зарегистрированной сделке в банк данных.

Если к товару, объявленному маклером, присутствующие не проявляют интерес, брокер, заявивший эту позицию (брокер-продавец), имеет право изменить цену заявленного товара и сообщить об этом биржевому собранию через маклера. Для этого он поднимает руку или передает информацию маклеру в письменном виде.

Если к той или иной позиции проявляется интерес более чем одним брокером, маклер проводит конкурсный торг, на котором *заявленная цена может быть изменена* при наличии:

- нескольких брокеров-покупателей, когда право совершить сделку получает тот, кто предложил большую цену;
- нескольких брокеров-продавцов, если право совершить сделку получает тот, кто предлагает наименьшую цену.

Брокеры, достигшие согласия о совершении сделки, минуя изложенную процедуру торга, обязаны зарегистрировать ее у маклера, который перед ее регистрацией объявляет на кругу условия совершения сделки.

Если брокер, заявивший позицию, или брокер, уполномоченный совершить сделку вместо заявителя, отказывается от совершения или регистрации сделки на условиях, определенных в заявке, это расценивается как отказ от совершения сделки на заявленных условиях, признается нарушением правил торговли и наказывается штрафом.

Если брокер-продавец в момент оглашения позиции товара, к которой проявлен интерес, не отреагировал или отсутствует на кругу, то по этой позиции торг откладывается. С целью повышения эффективности функционирования биржи применяются программы автоматизации организации и проведения биржевых торгов. В настоящее время автоматизированы следующие функции:

- сбор и регистрация заявок, поступающих на торги;
- контроль за правильностью оформления заявок на соответствие правилам биржи;
- сбор и регистрация клиентских заявок;
- организация связи брокера с клиентами (продажа клиентских заявок);
- подбор списка заявок, удовлетворяющих данному спросу и предложению;
- обеспечение возможности проведения торгов брокерами между сессиями (электронные торги);
- информационное обеспечение брокерских фирм и служб биржи (о наличии, характеристиках, условиях поставки, оплате и цене товаров; о предстоящих торгах, ходе торгов и прохождении брокерских заявок; о документах, принятых биржевым советом; о решении руководства биржи, осуществлении поставки или приеме товара; о внесении маржи; информация различных служб биржи о справочных материалах по результатам зарегистрированных сделок; о деятельности брокерских фирм; об объемах заключаемых сделок о заявках и торгах на других биржах);
- информационное обеспечение торгов: создание списка товаров, выставляемых на торги; отображение информации на табло (о сделках, ценах, котировках, других условиях, влияющих на цены, о решениях руководства биржи); решения биржевого совета; рекламные объявления о биржевой деятельности по разным периодам и товарам; оперативное внесение изменений в заявки; прием срочных заявок; снятие заявок отсутствующих брокеров;
- выставление заявок на другие биржи; фиксирование факта сделки и времени ее заключения; оформление заключенных сделок (регистрация сделки); контроль заключенных сделок на соответствие правилам биржи; выдача информации о правильности сделки и времени ее заключения; передача результатов торгов в другие

подразделения биржи; прием срочных заявок от брокеров и включение их в текущие торги; формирование архива сделок, а также заявок, не нашедших спроса (предложения); выдача архивных материалов; организация сделки по заявкам, поступившим с других бирж.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- биржевой торг
- правила биржевых торгов
- порядок биржевых торгов
- участники биржевых торгов
- листинг
- процедура листинга
- поручение торговое
- биржевой зал
- биржевой торг

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Дайте характеристику основным разделам правил биржевых *торгов*.
2. Какое значение имеет биржевая информация для организации и проведения биржевых торгов?
3. Перечислите основные группы участников торгов и дайте им характеристику.
4. Дайте характеристику листингу.
5. Что понимают под процедурой листинга? Что она должна обеспечить?
6. Дайте характеристику основным этапам листинга.
7. Какие виды торговых поручений могут составлять клиенты?
8. Какие требования предъявляются к биржевому залу?
9. Дайте характеристику биржевому торгу.

ГЛАВА IX

БИРЖЕВЫЕ СДЕЛКИ

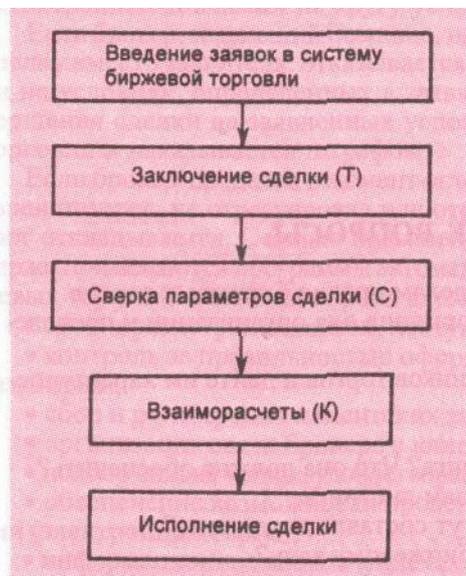
9.1. ПОНЯТИЕ О СДЕЛКАХ С БИРЖЕВЫМ ТОВАРОМ

Биржевая сделка – взаимное соглашение о передаче прав и обязанностей в отношении биржевого товара, которое достигается участниками торгов в ходе биржевого торга, регистрируется на бирже в установленном порядке и отражается в биржевом договоре.

При заключении сделок на бирже необходимо учитывать четыре ее стороны:

- 1) **организационная** показывает порядок действий и используемые при этом документы, которые необходимы для заключения сделки;
- 2) **экономическая** указывает на цель заключения сделки, ее эффективность и риски, которые следует учитывать при заключении сделки;
- 3) **правовая** устанавливает права и обязанности сторон по сделке и их имущественную ответственность;
- 4) **этическая** отражает общественное отношение к сделкам. С этой точки зрения необходимо наличие и соблюдение определенных норм, правил поведения при заключении сделок. Этическая сторона отражает степень доверия к сделкам с биржевым товаром и желание индивидуального инвестора вкладывать свои сбережения в него.

Все вышеперечисленные аспекты сделки находят свое отражение в ее содержании, т.е. так или иначе касаются того круга вопросов, которые решаются при взаимном соглашении сторон, заключающих сделку.



Рассмотрим содержание сделки на примере сделок с ценными бумагами. Обязательными при этом являются следующие:

- объект сделки, т.е. те ценные бумаги, которые покупаются или продаются;
- объем сделки – то количество ценных бумаг, которое предложено для продажи или требуется для покупки;

Рис. 9.1. Принципиальная схема организации заключения биржевой сделки на фондовой бирже

- цена, по которой будет заключена сделка;
- срок исполнения сделки, т.е. когда продавец должен представить, а покупатель принять ценные бумаги;
- срок расчета по сделке, т.е. когда покупатель должен оплатить купленные ценные бумаги.

Любая сделка имеет следующую принципиальную схему, охватывающую ее жизненный цикл (рис. 9.1).

В зависимости от способа заключения сделки сделки с ценными бумагами делят на утвержденные и неутвержденные. Утвержденные сделки не требуют дополнительного согласования условий или сверки параметров сделки, т.е. для таких сделок жизненный цикл будет включать:

- заключение;
- клиринг и расчеты;
- исполнение сделки.

К утвержденным сделкам относят сделки, совершенные в письменной форме, компьютерные (электронные), и сделки, имеющие взаимное согласование условий сделки. Неутвержденные сделки, совершаемые устно или по телефону, требуют дополнительного согласования условий сделки и расчетов по ним.

Рассматривая первую стадию жизненного цикла сделки, следует отметить, что сделки с биржевым товаром могут заключаться непосредственно между продавцом и покупателем, т.е. *напрямую* или *через посредника*. При этом возможны разнообразные схемы заключения сделок.

Если сделка совершается без участия посредника, то взаимоотношения по сделке строятся непосредственно между продавцом и покупателем (рис. 9.2).

Такие сделки могут иметь место на стихийном («уличном») рынке, на организованном рынке, когда заключаются между дилерами, а также при внебиржевом компьютерном (электронном) торге.

Сделки с участием посредников могут иметь достаточно сложные схемы. Прежде всего в качестве посредника может выступать брокер, функции которого выполняет банк или какая-нибудь крупная компания. Он может оказывать услуги как продавцу, так и покупателю (рис. 9.3).

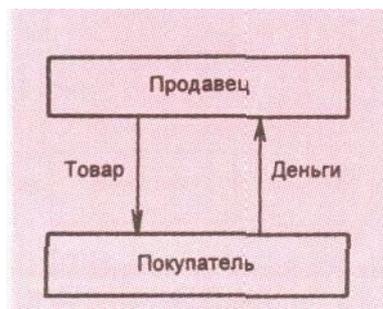


Рис. 9.2. Взаимосвязь продавца и покупателя

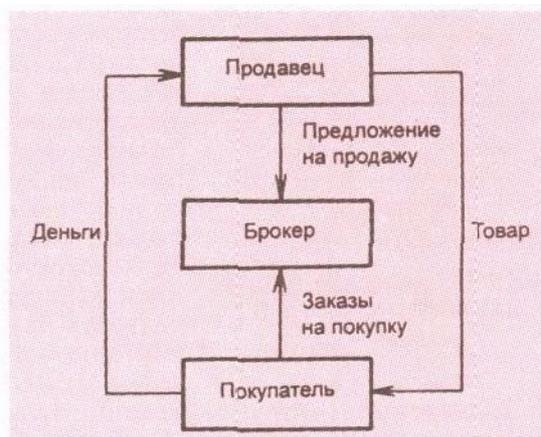


Рис. 9.3. Взаимосвязь продавца с покупателем через брокера

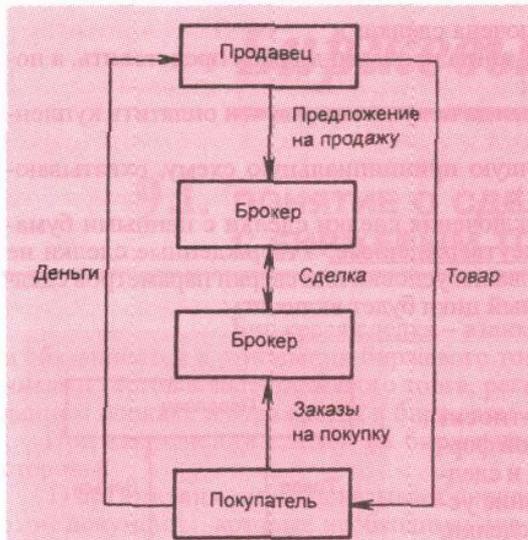


Рис. 9.4. Взаимо связь продавца и покупателя на рынке

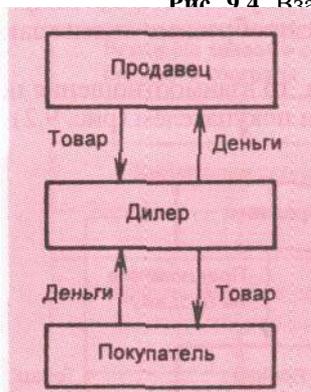


Рис.9.5. Взаимосвязь продавца с покупателем через дилера

Однако исполнение сделки осуществляется продавцом и покупателем, брокер лишь находит продавца для покупателя и, наоборот, покупателя для продавца. Такие сделки характерны для внебиржевого рынка.

На биржевом рынке необходимо, как правило, наличие двух брокеров, один из которых представляет интересы продавца, а другой – интересы покупателя (рис. 9.4).

Такая схема связи продавца и покупателя возможна и на внебиржевом рынке.

На биржевом и внебиржевом рынках продавец и покупатель могут быть связаны через дилера, но тогда между собой непосредственно они уже не будут связаны (рис. 9.5).

Но более типична для биржи схема связи брокеров и дилеров, т.е., система двойного посредничества (рис. 9.6).

Если сделки осуществляются через посредника, то клиент (продавец или покупатель) должен заключить с ним либо договор поручения, либо договор комиссии.

В зависимости от статуса клиента сделки принято делить на **оптовые**, которые совершаются по поручению и для институциональных инвесторов, и на **розничные**, которые выполняются для физических лиц, т.е., индивидуальных инвесторов. При заключении оптовых сделок необходимо

учитывать те ограничения, которые накладываются на институциональных инвесторов. Например, для внебюджетных фондов сделки могут совершаться только с государственными ценными бумагами, инвестиционные фонды не могут направлять на покупку ценных бумаг одного эмитента более 5% своего уставного капитала и т.д.

В зависимости от организации заключения сделки они делятся на **биржевые** и **внебиржевые**. При этом биржевыми или внебиржевыми могут быть как сделки, подлежащие немедленному исполнению, так и срочные.

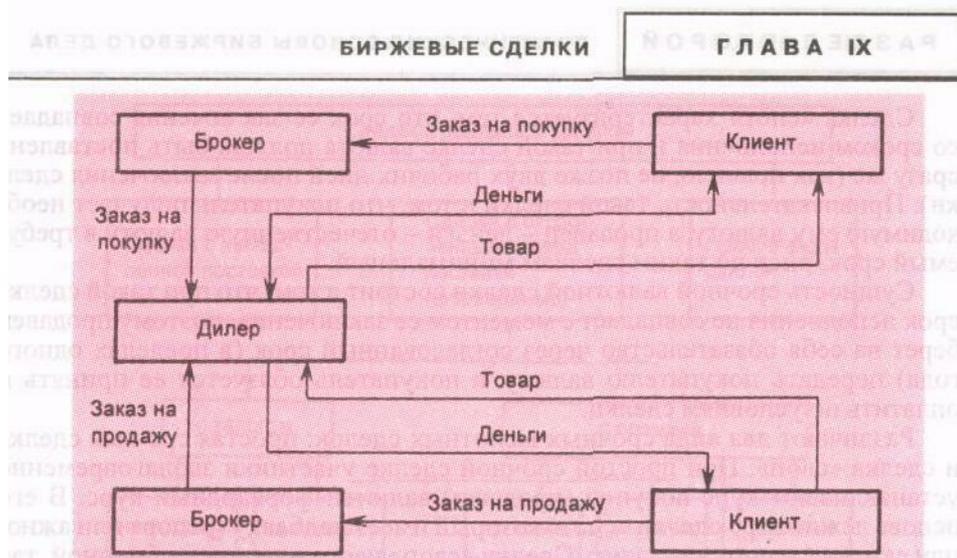


Рис. 9.6. Взаимосвязь продавца и покупателя через систему двойного посредника

9.2.ВИДЫ, ОСОБЕННОСТИ И ПОРЯДОК ЗАКЛЮЧЕНИЯ СДЕЛОК НА ТОВАРНОЙ, ФОНДОВОЙ И ВАЛЮТНОЙ БИРЖАХ

Имея общие черты, сделки на каждой бирже имеют свои особенности.

Сделки на валютной бирже делятся на кассовые (или сделки «спот») и срочные (сделки «форвард») (рис.9.7).

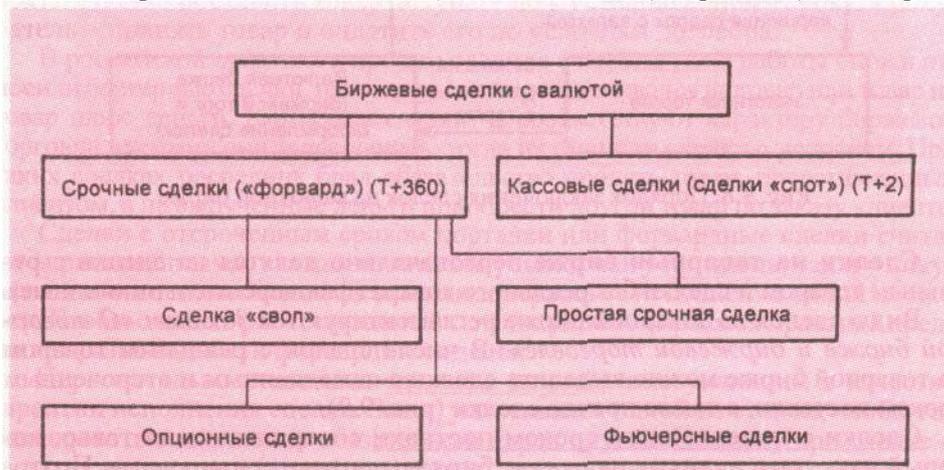


Рис. 9.7. Виды сделок на валютной бирже

Сделка «спот» характеризуется тем, что срок ее заключения совпадает со сроком исполнения и при такой сделке валюта должна быть поставлена сразу же (как правило, не позже двух рабочих дней после заключения сделки). Привлекательность такой сделки в том, что покупатель получает необходимую ему валюту, а продавец – деньги – отечественную валюту в требуемый срок, риск по таким сделкам минимальный.

Сущность срочной валютной сделки состоит в том, что при такой сделке срок исполнения не совпадает с моментом ее заключения, поэтому продавец берет на себя обязательство через согласованный срок (в пределах одного года) передать покупателю валюту, а покупатель обязуется ее принять и оплатить по условиям сделки.

Различают два вида срочных валютных сделок: простая срочная сделка и сделка «своп». При простой срочной сделке участники заблаговременно устанавливают курс покупки (продажи) валюты: форвардный курс. В его основе лежит курс сделки «спот» который имеет надбавку (репорт или ажио) или скидку (депорт, дизажио). Сделку «своп» часто называют обменной, так как она представляет собой комбинацию купли и продажи одной и той же валюты. Сделка «своп» может охватить кассовую и срочную сделки (покупка на основе сделки «спот», а продажа по срочной сделке) или две срочные, но с разным сроком исполнения.

Порядок заключения сделок на валютной бирже может быть представлен следующим образом (рис. 9.8).

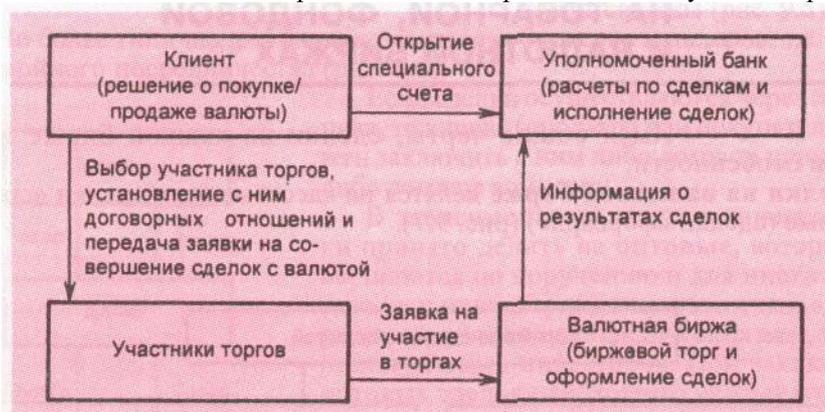


Рис. 9.8. Порядок заключения сделок на валютной бирже

Сделки на товарной бирже первоначально делятся на сделки с реальным товаром и сделки без реального товара (фьючерсные и опционные).

Виды сделок на товарной бирже регламентируются *Законом «О товарной бирже и биржевой торговле»*. В числе сделок с реальным товаром на товарной бирже можно выделить сделки с немедленным и отсроченным сроком поставки, а также прочие сделки (рис. 9.9).

Сделки с немедленным сроком поставки совершаются на товар, который имеется в наличии на складе биржи (продавца) или в пути. Поэтому их часто называют наличными. Такие сделки оформляются договором купли-продажи. Их цель – физический переход товара от продавца к покупателю.

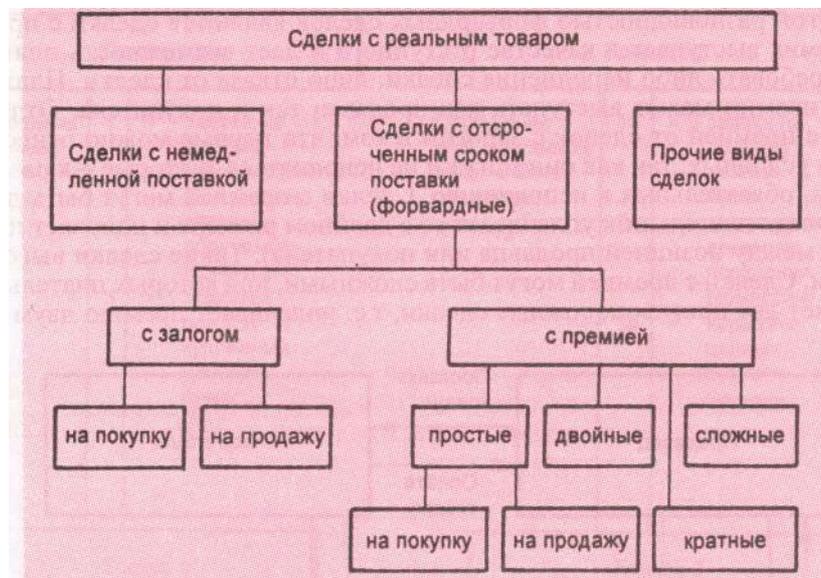


Рис. 9.9. Виды сделок с реальным товаром

Сделки с отсроченным сроком поставки отличаются от первых тем, что:

- могут совершаться как на товар, который имеется в наличии, так и на товар, который будет произведен к сроку поставки;
- срок исполнения не совпадает с моментом заключения, как правило, такие сделки заключаются на срок не более одного года;
- оформляются договором поставки, т.е. продавец принимает на себя обязательство поставить товар покупателю к установленному сроку, а покупатель – принять товар и оплатить его по условиям договора.

В российской практике к прочим сделкам в первые годы работы биржи относили бартерные сделки, при которых товар обменивался на товар или товар на товар плюс деньги. Бартерные сделки не соответствуют характеру биржевой торговли, поэтому они запрещались, тогда их сменили сделки с условием. При таких сделках посредник брал обязательство продать товар, представленный клиентом, а на вырученные деньги приобрести другой товар по заказу клиента.

Сделки с отсроченным сроком поставки или форвардные сделки считаются рискованными, так как возможны убытки как у продавца, так и у покупателя из-за неисполнения сделки или задержки ее исполнения одной из сторон. Чтобы снизить риск, связанный с этой сделкой, биржевая практика предлагает разновидности форвардных сделок.

Первоначально появились сделки с залогом, выступающим в качестве гарантии исполнения сделки. Залог уплачивался одной из сторон, чтобы гарантировать выполнение обязательств перед другой. Поэтому при сделке с залогом на покупку плательщиком выступает покупатель, а при сделке с залогом на продажу – продавец.

Другой разновидностью форвардных сделок являются сделки с премией. Премия выступает в качестве отступного и дает возможность плательщику требовать либо исполнения сделки, либо отказа от сделки. Плательщиком премии может выступать как продавец так и покупатель. Отличие сделок с премией от сделок с залогом в том, что первые можно отнести к разряду условных, так как они могут и не исполняться, а вторые – к разряд; твердых, обязательных к исполнению. Сделки с премией могут быть двойными (когда плательщик уплачивает ее в двойном размере и получает право выбора между позицией продавца или покупателя). Такие сделки выгодны дилерам. Сделки с премией могут быть сложными, при которых плательщик соединяет две противоположные сделки, т.е. уплачивает премию двум своим контрагентам, с одним из которых заключает сделку на покупку, а с другим – сделку на продажу. Кратные сделки с премией – это договоры, при которых один из контрагентов получает право (за определенную премию в пользу другой стороны) увеличить во столько раз количество товара, подлежащего в соответствии с существом сделки к передаче или приему.

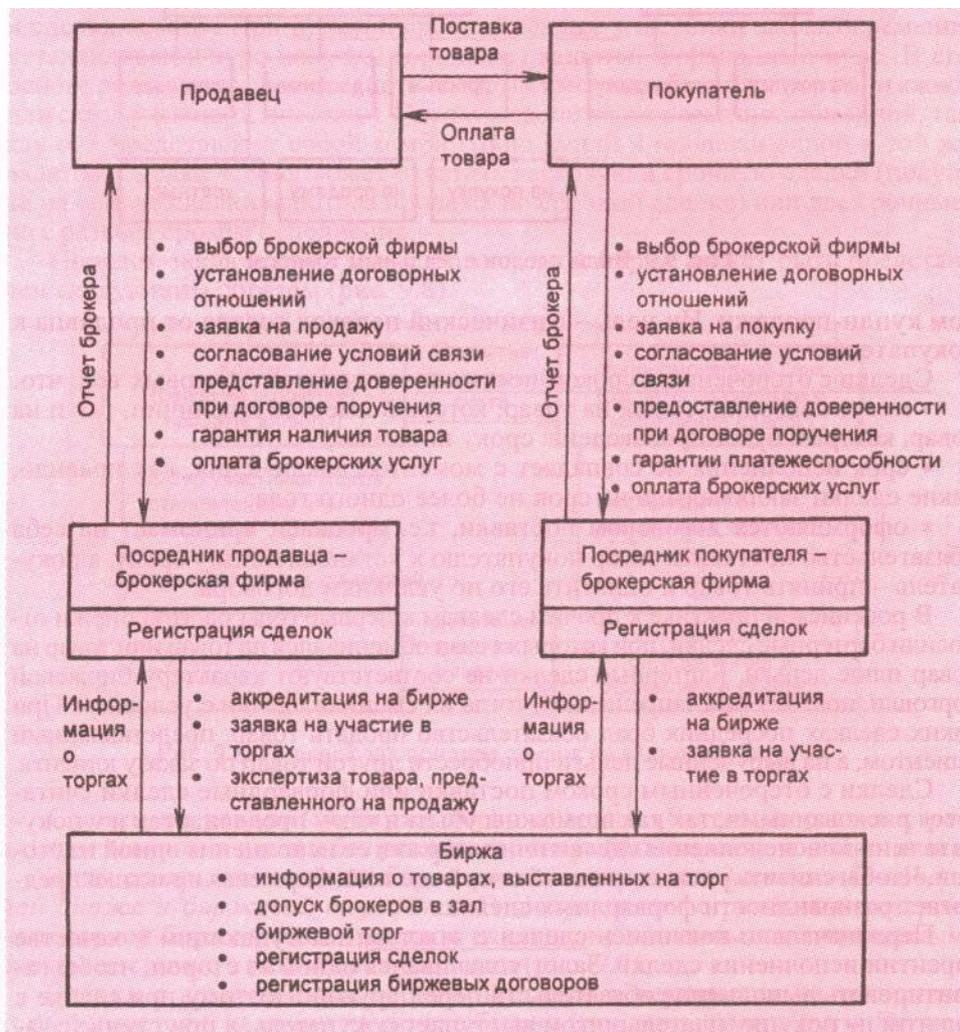


Рис. 9.10. Порядок заключения сделок на товарной бирже

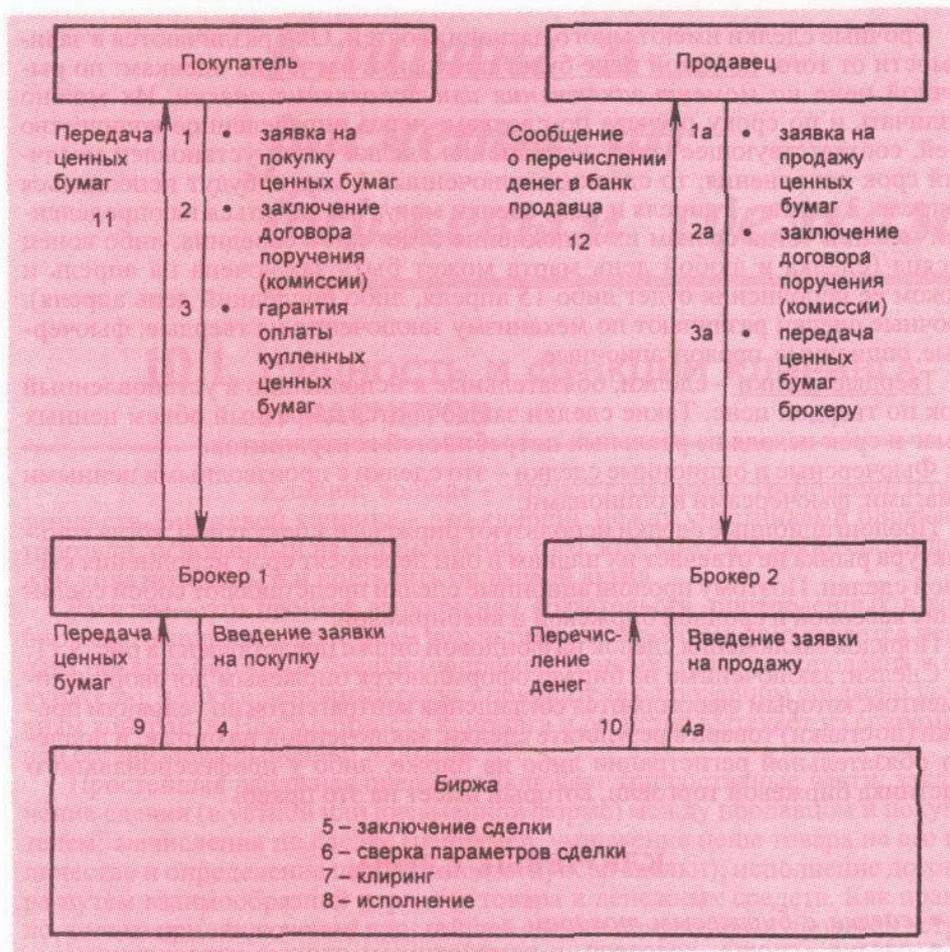


Рис. 9.11. Порядок заключения сделок на фондовой бирже

Порядок заключения сделок срочным товаром представлен на рис. 9.10.

Сделки на фондовой бирже делятся в зависимости от срока их исполнения на кассовые, подлежащие исполнению немедленно (в зале биржи: T+0, или в течение трех дней после заключения: T+3, где T – время заключения сделки), и срочные, по которым продавец обязуется представить ценные бумаги к установленному сроку, а покупатель – принять их и оплатить по условиям сделки. По российскому законодательству срочные сделки должны быть исполнены в течение трех месяцев: T+90.

Срочные сделки имеют много разновидностей. Они различаются в зависимости от того, по какой цене будет проходить расчет по сделкам: по рыночной цене на момент заключения или исполнения сделки. Их можно различать и по сроку расчета по сделкам: через определенное количество дней, соответствующее сроку исполнения сделки (если установлен месячный срок исполнения, то сделки, заключенные 1 марта, будут исполняться 1 апреля, 2 марта – 2 апреля и т.д.), сделки могут заключаться на определенный месяц и тогда сроком их исполнения будет либо середина, либо конец месяца (сделка в любой день марта может быть заключена на апрель и сроком ее исполнения будет либо 15 апреля, либо последний день апреля). Срочные сделки различают по механизму заключения на твердые, фьючерсные, опционные, пролонгационные.

Твердые сделки – сделки, обязательные к исполнению в установленный срок по твердой цене. Такие сделки заключаются на разный объем ценных бумаг и срок исходя из реальных потребностей контрагентов.

Фьючерсные и опционные сделки – это сделки с производными ценными бумагами: фьючерсами и опционными.

Пролонгационные сделки используют биржевые спекулянты, когда конъюнктура рынка не отвечает их планам и они переносят срок исполнения кассовой сделки. Поэтому пролонгационные сделки представляют собой соединение кассовой и срочной биржевой и внебиржевой.

Порядок заключения сделок на фондовой бирже представлен на рис. 9.11.

Сделки, заключенные на бирже, оформляются биржевым договором-документом, которым оформляются соглашения контрагентов по условиям продажи (поставки) товара в результате сделки, заключенной на бирже, и подлежат обязательной регистрации либо на бирже, либо у профессионального участника биржевой торговли, который имеет на это право.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- сделка с биржевым товаром
- сделка «спот», кассовая, с немедленным сроком исполнения

- сделка форвардная, срочная, с отсроченным сроком исполнения
- пролонгационная сделка
- фьючерсная сделка
- опционная сделка

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Дайте определение биржевой сделке.
2. Что понимают под содержанием сделки?
3. Что представляет собой жизненный цикл сделки?
4. Дайте характеристику взаимосвязям продавца и покупателя при биржевой торговле.
5. Дайте характеристику сделкам на валютной бирже.
6. Дайте характеристику сделкам на товарной бирже.
7. Дайте характеристику сделкам на фондовой бирже.

ГЛАВА X

КЛИРИНГ И РАСЧЕТЫ ПО БИРЖЕВЫМ СДЕЛКАМ

10.1. СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ КЛИРИНГА И РАСЧЕТОВ

Клиринг вообще – это зачет взаимных требований и обязательств. Биржевой клиринг – это клиринг между участниками биржевой торговли, основанный на установлении того, кто, кому и в какие сроки должен уплатить деньги и поставить биржевой актив.

Расчеты – это процесс выполнения обязательств, определенных в ходе биржевого клиринга, конечным результатом которого обычно является передача объекта биржевой сделки (например, ценных бумаг) от продавца к покупателю, а также денежный расчет покупателя с продавцом согласно условиям контракта. Необходимость клиринга и расчетов вытекает из современной организации рыночной торговли.

Простейшая рыночная операция включает три составные части: заключение сделки (в устной или письменной форме) между продавцом и покупателем; вычисления по сделке (например, умножение цены товара на его количество и определение цены (стоимости) всей сделки); исполнение договора путем взаимообразной передачи товара и денежных средств. Как правило, только при заключении простейшей сделки покупатель и продавец встречаются напрямую без посредников. Однако на современном биржевом (фондовом, фьючерсном) рынке продавец и покупатель редко заключают сделки непосредственно без посредников. В большинстве случаев они разделены между собой во времени и пространстве. Связующим звеном между продавцами и покупателями биржевых товаров обычно являются биржевые посредники, которые также, выступая в роли то продавцов, то покупателей, разделены во времени и пространстве.

Таким образом, происходит обособление всех частей биржевой рыночной сделки:

- заключение договора (сделки) осуществляется не между первоначальным продавцом и конечным покупателем, а между клиентами и биржевыми посредниками;
- все вычисления по сделке, выявление обязательств сторон, задействованных в ней, организуются в процессе клиринга;
- исполнение (завершение) сделки проводится в процессе, который называется «расчеты».

Современные биржевые системы клиринга и расчетов стали возможны в результате существования следующих предпосылок.

Во-первых, это наличие соответствующих технологических возможностей для:

- преодоления фактора пространства и сокращения времени передачи информации (например, существование глобальных быстродействующих систем связи);
- обработки огромных массивов биржевой и сопутствующей информации (создание электронных систем расчетов и хранение баз данных);
- быстрой и безошибочной передачи денежных средств (национальные и международные банковские системы расчетов).

Во-вторых, создание специализированных организаций и биржевых структур для клиринга и расчетов: клиринговые (расчетные) палаты, фонды-депозитарии, реестродержатели и т.д.

В-третьих, разработка и постоянное совершенствование механизмов клиринга и расчетов. В обобщенном виде можно выделить следующие основные функции биржевого клиринга и расчета:

- а) обеспечение процесса регистрации заключенных биржевых сделок (передача и получение информации о сделках, ее проверка и подтверждение, регистрация и т.д.);
- б) учет зарегистрированных сделок (по видам рынка, участникам, срокам исполнения и т.д.);
- в) зачет взаимных обязательств и платежей участников биржевого рынка;
- г) гарантийное обеспечение биржевых сделок (в различных формах);
- д) организация денежных расчетов;
- е) обеспечение поставки биржевого товара по заключенной биржевой сделке.

10.2. ОБЩЕЕ ОПИСАНИЕ КЛИРИНГА И РАСЧЕТОВ

Операции клиринга и расчетов начинаются после совершения биржевой сделки и включают прохождение

ряда этапов (процессов), в которых принимают участие не только члены биржи и их клиенты, но и другие организации (расчетно-клиринговые, банковские, депозитарные и т.д.). Клиринг и расчеты классифицируются в зависимости от:

а) вида биржевого товара:

- клиринг рынка ценных бумаг;
- клиринг рынка фьючерсных контрактов;

б) уровня централизации:

- клиринг отдельной биржи;
- межбиржевой национальный клиринг;
- международный клиринг;

в) обслуживаемого круга:

- клиринг между членами Клиринговой палаты;
- клиринг между членами биржи;
- другие схемы.

Организация клиринга и расчетов основана на соблюдении ряда принципов.

Во-первых, клиринг и расчеты осуществляются обычно специализированным органом. Это может быть юридически самостоятельная организация – Клиринговая (Расчетная) палата или специализированное структурное подразделение биржи.

Во-вторых, с точки зрения защиты интересов клиентов биржи большое значение уделяется соблюдению требования о раздельном ведении и учете средств клиентов от средств биржевых посредников.

В-третьих, заключенные биржевые сделки поступают в расчетно-клиринговую систему только после их регистрации и сверки всех реквизитов. В противном случае они к клирингу не допускаются.

В-четвертых, наличие жесткого расписания клиринга и расчетов во времени. Каждая операция в процессе клиринга и расчетов имеет строго ограниченный временной интервал, нарушение которого грозит крупными штрафными санкциями для нарушителя.

В-пятых, система гарантирования исполнения заключенных на бирже сделок. Механизм клиринга и расчетов гарантирует, что в случае, если одна из сторон биржевой сделки окажется не в состоянии выполнить свои обязательства, биржевая структура возьмет на себя выполнение указанного обязательства перед другой стороной этой биржевой сделки.

10.3. ОСНОВНЫЕ ВИДЫ РИСКОВ

Участники биржевого рынка, пользующиеся услугами расчетно-клиринговых систем, в силу рыночного характера сделок постоянно рискуют своими капиталами или просто денежными средствами. К основным видам указанного риска можно отнести: рыночный, кредитный и системный риски.

Рыночный риск – это риск, связанный с колебаниями цен на всем фондовом или фьючерсном рынке, например, из-за изменения ставки банковского процента. Клирингово-расчетный процесс занимает вполне определенное время. Поэтому существует вероятность понести убыток из-за изменения цен.

Разновидностью этого риска является международный рыночный риск, возникающий из-за несогласованности сроков расчетов на мировом рынке ценных бумаг и фьючерсных контрактов. Например, брокер, купивший ценную бумагу в другой стране, не может сразу же продать ее в своей стране из-за несовпадения сроков расчетов в странах.

Кредитный риск – это риск несвоевременности расчетов в одном из звеньев всей цепочки процесса клиринга и расчетов. Этот риск редко присутствует или минимизирован между брокерами-посредниками процесса биржевой торговли, так как в условиях развитого биржевого рынка и его инфраструктуры разработаны совершенные системы гарантирования платежей. Однако во взаимоотношениях между брокером и его клиентом риск неплатежа последнего посреднику существует постоянно.

Системный (операционный) риск представляет собой риск потерь, имеющий место в связи с функционированием компьютерных систем и систем связи, например непредвиденное отключение электроэнергии, ошибки, совершенные служащими расчетно-клиринговой системы. Известны даже случаи мошенничества, хищений и т.д.

В настоящее время создатели и организаторы биржевых систем разрабатывают пути минимизации перечисленных рисков. К ним относятся в первую очередь следующие.

Прежде всего – это высокая степень доверия между всеми участниками биржевого процесса. Брокер, потерявший доверие своих коллег, как правило, больше не допускается к участию в биржевых сделках. В связи с тем что сделка может заключаться как письменно, так и устно на основе доверия, часто «слово» является решающим во взаимоотношениях между участниками биржевого торга. Поэтому чем больше доверия, тем больше биржевой оборот, а значит, и больше прибыли.

Другой путь – создание крупных гарантийных фондов при биржах или клиринговых организациях за счет средств самих биржевых посредников. В случае сбоев в оплате на одном из участков всей расчетной цепочки гарантийные фонды берут на себя риск неплатежа, полностью его локализируют, не давая ему распространяться на других участников биржевого процесса.

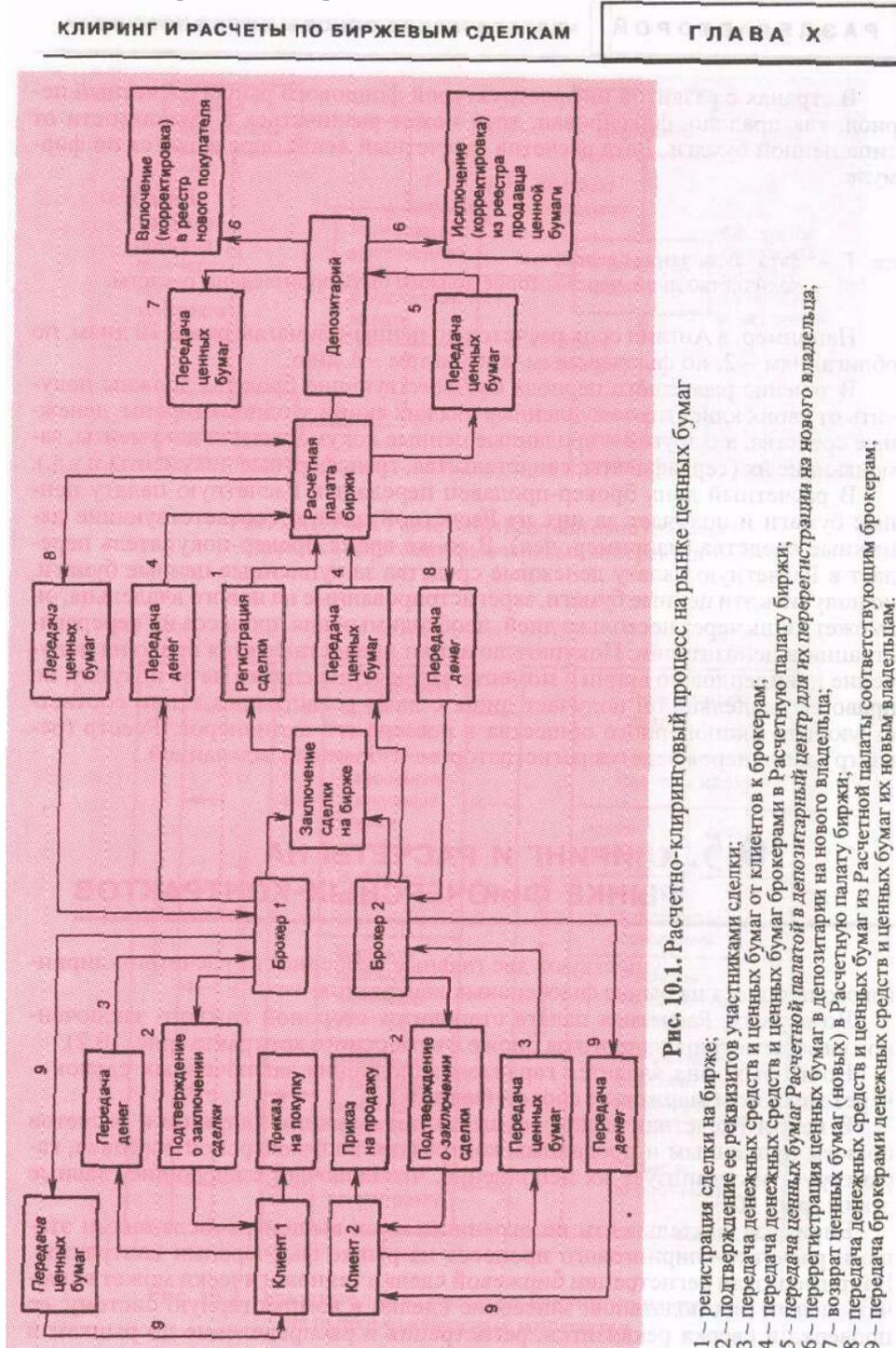
Совершенствование организации и технологии клиринговых расчетов оказывает большое влияние на развитие биржевой деятельности. Компьютеризация всего процесса клиринга и расчетов ускоряет проверку реквизитов и оформление документооборота, страхует от непредвиденных ошибок, ведет учет и хранение информации и т.д.

10.4. КЛИРИНГ И РАСЧЕТЫ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУПАГ

В биржевой деятельности единая типовая система биржевого клиринга и расчетов пока не разработана. Процессы клиринга и расчетов на каждой крупной бирже организуются самостоятельно и имеют как общие, так и отличительные черты. Кроме того, есть принципиальные отличия клиринга и расчетов на рынке ценных бумаг от клиринга и расчетов на рынке ценных бумаг от клиринга и расчетов на рынке фьючерсных контрактов.

Главной особенностью расчетно-клирингового процесса на рынке ценных бумаг является необходимость перерегистрации проданной ценной бумаги с одного ее владельца на другого. Основные этапы расчетно-клирингового процесса заключенных сделок с ценными бумагами на фондовой бирже представлены на рис. 10.1.

Время, которое занимает расчетно-клиринговый цикл, т.е. время между заключением сделки и расчетами по ней, обычно называется расчетным периодом.



В странах с развитой инфраструктурой фондового рынка расчетный период, как правило, фиксирован, хотя может различаться в зависимости от типа ценной бумаги. Дата расчетов (расчетный день) определяется по формуле

$$D=T+n,$$

где T – дата заключения сделки;
 n – количество дней, через которое должны быть произведены расчеты.

Например, в Англии срок расчетов по ценным бумагам равен 10 дням, по облигациям – 2, по фьючерсным контрактам – 1 дню.

В течение расчетного периода соответствующие брокеры должны получить от своих клиентов за купленные для них акции, с одной стороны, денежные средства, а с другой – проданные ценные документы или документы, заменяющие их (сертификаты, свидетельства, трансфертные документы и т.д.).

В расчетный день брокер-продавец передает в Расчетную палату ценные бумаги и получает за них из Расчетной палаты соответствующие денежные средства (например, чек). В то же время брокер-покупатель передает в Расчетную палату денежные средства за купленные ценные бумаги, но получить эти ценные бумаги, зарегистрированные на нового владельца, он сможет лишь через несколько дней, необходимых для процесса их перерегистрации в депозитари. Покупателю акции предоставляется право на получение дивидендов по акции с момента заключения сделки на ее покупку, но право ее владельца он получает лишь с даты регистрации акции соответствующего акционерного общества в реестре его акционеров. Реестр (регистр) акционеров ведется регистратором, избранным компанией.

10.5. КЛИРИНГ И РАСЧЕТЫ НА РЫНКЕ ФЬЮЧЕРСНЫХ КОНТРАКТОВ

Существуют две главные особенности расчетно-клирингового процесса на рынке фьючерсных контрактов.

Во-первых, Расчетная палата становится стороной каждого заключенного и зарегистрированного на бирже фьючерсного контракта (рис. 10.2).

Во-вторых, она является гарантом исполнения заключенных сделок – через механизм маржевых сборов (залогов).

В целом Расчетная палата осуществляет функции клиринга и расчетов по всем купленным и проданным контрактам во фьючерсной торговле, гарантирует и организует их исполнение, что включает следующие главные этапы рис. 10.3).

Биржевая деятельность не ограничивается вышеперечисленными этапами расчетно-клирингового процесса на рынке фьючерсных контрактов. Например, этап регистрации биржевой сделки технологически может включать целый ряд подэтапов: занесение сделки в компьютерную систему, ее проверка и сверка реквизитов, регистрация и распределение по рынкам и участникам и т.д. Если вдруг выясняется, что сделка ошибочна, то в зависимости от ситуации она либо отменяется, либо записывается в убыток ее виновнику (например, брокеру).



Рис. 10.2. Роль Расчетной (Клиринговой) палаты на рынке биржевых фьючерсных контрактов

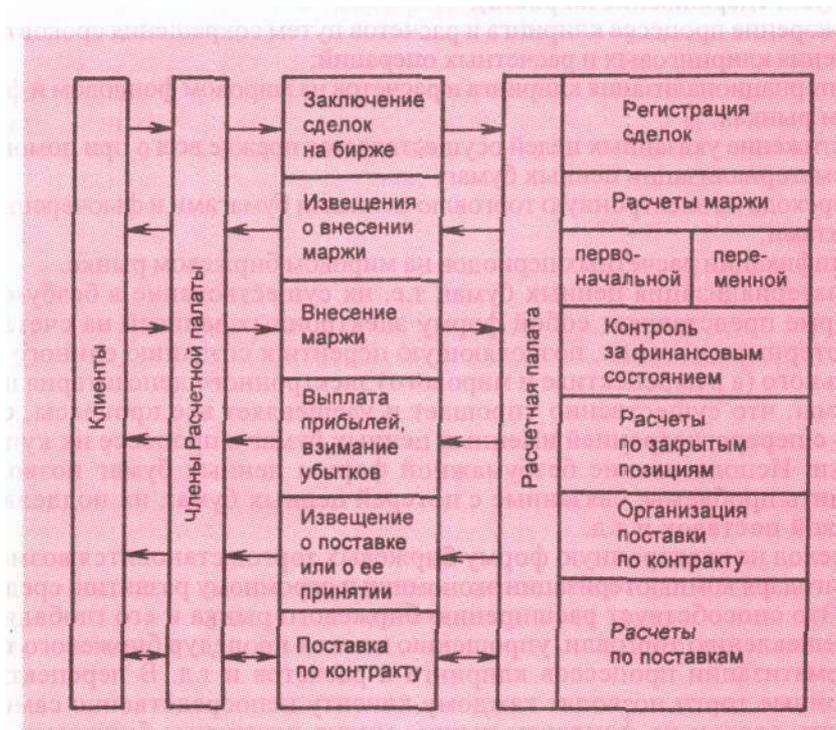


Рис. 10.3. Основные этапы расчетно-клирингового процесса на рынке фьючерсных контрактов

В заключение отметим, что Расчетная палата производит расчеты по марже как первоначальной, так и переменной. Сами методы расчета маржи различаются по биржам, так как в ряде случаев фьючерсные биржи создают каждая свою систему расчетов либо несколько бирж используют единый механизм расчета и взимания маржевых сборов.

10.6. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ СИСТЕМ КЛИРИНГА И РАСЧЕТОВ

Задачами дальнейшего развития клиринговых систем на биржевом рынке являются:

- сокращение издержек по клирингу и расчетам, приходящихся на одну сделку (или сдерживание их роста);
- ускорение процесса клиринга и расчетов путем сокращения сроков осуществления клиринговых и расчетных операций;
- интернационализация клиринга и расчетов на мировом фондовом и фьючерсном рынках.

Достижение указанных целей осуществляется прежде всего при помощи:

- дематериализации ценных бумаг;
- перехода на электронную торговлю ценными бумагами и фьючерсными контрактами;
- унификации расчетных периодов на мировом биржевом рынке.

Дематериализация ценных бумаг, т.е. их существование в безбумажной форме представляет собой форму электронных записей на счетах в компьютерных системах, позволяющую перейти к созданию единого национального (а в перспективе и мирового) электронного депозитария ценных бумаг, что существенно упрощает и удешевляет все процессы, связанные с перерегистрацией именных ценных бумаг в процессе их купли-продажи. Использование безбумажной формы ценных бумаг позволит исключить проблемы, связанные с потерей ценных бумаг, их подделкой, задержкой поставок и т.д.

Переход на электронную форму биржевых торгов становится возможным благодаря компьютеризации экономики и огромному развитию средств связи. Это способствует расширению биржевого рынка и его глобализации, удешевлению торговли, упрощению многих процедур биржевого торга, автоматизации процессов клиринга и расчетов и т.д. В перспективе электронные торги позволят каждому клиенту непосредственно самому заключать сделки на фондовом рынке, минуя институты биржевых посредников.

Унификация расчетных периодов в различных странах – это необходимая основа для интернационализации национальных рынков.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- *клиринг*
- *расчеты*
- *риск при расчетах по сделкам*

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Дайте определение клирингу и расчетам.
2. Перечислите и дайте характеристику основным видам клиринга.
3. На каких принципах основывается клиринг?
4. Дайте характеристику видам риска при расчетах по сделкам.
5. Охарактеризуйте особенности клиринга при фьючерсных сделках.
6. В чем состоят основные направления развития систем клиринга и расчетов?

ГЛАВА XI ВЫЯВЛЕНИЕ БИРЖЕВОЙ ЦЕНЫ.

11.1. сущность и значение биржевых котировок

Биржевую котировку обычно рассматривают с двух точек зрения:

- котировка – это процесс (механизм) выявления цены в процессе биржевого торга;
- котировка – это обработка данных о ценах, которые были установлены в процессе биржевого торга, подготовка их для публикации в биржевых бюллетенях или сводках и представление участникам торгов.

Появление цены в процессе биржевого торга – результат взаимодействия зарегистрированных торговцев, таким образом, биржа лишь ее выявляет, объективно способствуя формированию цены.

Биржа концентрирует спрос и предложение на покупку и продажу ценных бумаг, определяет соотношение между текущим спросом и текущим предложением в результате этого выявляется цена как выражение равновесия временного и относительного, но достаточного для осуществления той или иной сделки. Цена, по которой заключаются сделки и ценные бумаги переходят из рук в руки, называется курсом. Вот почему биржевые курсы используются в качестве ориентира при заключении сделок как в биржевом, так и во внебиржевом обороте. При этом, естественно, «залповый» аукцион позволяет выявить единую цену, которая будет существовать до следующего «залпа», а непрерывный аукцион определяет соотношение между текущим спросом (цена спроса – наивысшая цена, предлагаемая покупателем) и предложением на ценную бумагу (цена предложения – минимальная цена продажи ценной бумаги).

Нормативные акты и законы о биржах, как правило не фиксируют порядок установления биржевого курса ценных бумаг. В зависимости от принципов, положенных в основу котировки, могут быть использованы разные способы установления цены.

Обычно в биржевых бюллетенях регистрируются не все цены сделок, а лишь предельные, наиболее полно характеризующие динамику цен в процессе биржевого дня. Предельные берутся в вертикальном и горизонтальном разрезе: высшая и низшая в продолжении биржевого дня, начальная в первые минуты и заключительная цена в конце биржевого дня.

Анализируя данные регистрации сделок и заявки инвесторов, котировальная комиссия определяет верхний и нижний пределы цен по видам ценных бумаг. При этом котировальная комиссия исключает не показательные для рыночной конъюнктуры цены.

Биржевой ценой, которая включается в котировальный лист, на ведущих мировых биржах является цена закрытия или цена последней сделки. Поэтому в средствах массовой информации появляются следующие данные, характеризующие биржевую цену (табл. 11.1).

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
52 week (период одного биржевого года)				Vld	P-E	Sals (движение курса Акции в течении дня)				Ne+
Stock (название компаний, ее код)	High Tax (курс акций)	Zow (наименьший курс акций)	Div (сумма дивидендов)	(c/o) (норма дивиденда)	Чистый доход/курс акций	100S (количество сделок)	High	Zow	Close	Изменение по сравнению с предыдущим днем
ISB	10	5	44	5.5	10	144	10	9	9	+1/2
Scod	4	½	23	2.3	3	900	2	¼	1	-1/4
A&Epf	85	48	3	5.4	–	38	57	56	56	+1

Какую же цену считать биржевой ценой для российских бирж? Цена закрытия не может считаться биржевой в силу того, что сделок может и не быть или сделка будет единственной. Поэтому на многих биржах биржевой считают средневзвешенную цену по заключенным сделкам, а чаще биржевой ценой считают рассчитанную среднюю цену исходя из средних цен предложения на покупку и продажу.

На фондовых биржах экономически развитых стран Запада торговля ценными бумагами ведется с помощью автоматизированных систем, что позволяет с нескольких постов вводить заказы на покупку или продажу фондовых ценностей. Если они совпадают по цене, то сделка автоматически исполняется и информация о заключении сделки поступит на рабочее место (пост), а также высветится на тикере – биржевом аппарате, передающем котировки ценных бумаг.

Превышение курса акции над ее номиналом называется *лажем*, или *ажю*, отклонение курса вниз от номинала – *дизажю*.

11.2. УСТАНОВЛЕНИЕ ЦЕНЫ НА АУКЦИОНЕ

Эффективность механизма организации биржевой торговли определяется его возможностями в установлении равновесной цены на аукционе.

Биржевые торги и торговля. Организация биржевой торговли в ходе биржевой сессии оказывает значительное влияние на стабильность и ликвидность биржевого рынка. Формы организации биржевой торговли зависят в основном от состояния фондового рынка, а именно от его глубины, ширины и уровня сопротивляемости. Чем больше объем спроса и предложения на ценные бумаги, тем рынок шире, чем крупнее объемы заявок инвесторов и концентрированнее спрос и предложение, тем глубже вторичный рынок. Сопротивляемость связана с диапазоном цен, в котором участники рынка готовы покупать или продавать ценные бумаги. Если условия функционирования рынка изменяются, существует разрыв между спросом и предложением и цена подвержена влиянию многих факторов, то биржевая торговля организуется в форме аукциона. Их классификация приведена на рис. 11.1.

При небольшом объеме спроса или предложения торговля организуется в форме *простого* аукциона (см. рис. 11.1). Такой аукцион может быть организован либо продавцом, который получает предложение покупателей (аукцион продавца), либо покупателем, который ищет выгоднейшее предложение от ряда потенциальных продавцов (аукцион покупателя).

В России биржевая торговля также возрождалась начиная с простых аукционов продавцов по типу *английского* аукциона, когда продавцы до начала торгов подают свои заявки на продажу фондовых ценностей по начальной цене. Они сводятся в котировочных бюллетенях, которые раздаются участникам биржевого торга. В ходе аукциона, если есть конкуренция покупателей, цена последовательно повышается шаг за шагом (размер шага аукциона определяется до начала торгов), пока не остается один покупатель и ценные бумаги продаются по самой высокой цене предложения (см. рис. 11.1).

Возможен и *голландский* аукцион, при котором начальная цена продавца велика и ведущий торги последовательно предлагает все более низкие ставки, пока какая-либо из них не принимается. В этом случае ценные бумаги продаются первому покупателю, которого устраивает предложенный курс (см. рис. 11.1).

На аукционе *втемную*, или так называемом *заочном*, все покупатели предлагают свои ставки одновременно и ценные бумаги приобретает тот, кто сделал самое высокое предложение (см. рис. 11.1).

Министерство финансов Российской Федерации размещает государственные краткосрочные облигации трехмесячные, шестимесячные и годовые на основе аукциона втемную. Покупатели (физические и юридические лица) представляют свои ставки одновременно до оговоренного срока и размещение осуществляется по ценам, указанным в заявке. Эти цены выше цены отсечения, нижней цены размещения данного выпуска, или равны ей.

Простой аукцион предполагает конкуренцию либо продавцов (в условиях избытка фондовых ценностей и недостатка платежеспособного спроса), либо покупателей (при избытке платежеспособного спроса и монопольном положении продавцов ценных бумаг). При отсутствии этих факторов, а также достаточной глубине и ширине фондового рынка наиболее эффективной оказывается система *двойного* аукциона (см. рис. 11.1). Он предполагает наличие конкуренции между продавцами и покупателями. Двойные аукционы как форма организации биржевой торговли наиболее полно соответствуют природе фондового рынка. Двойные аукционы подразделяются на *онкольный* рынок и *непрерывный аукцион* (см. рис. 11.1).

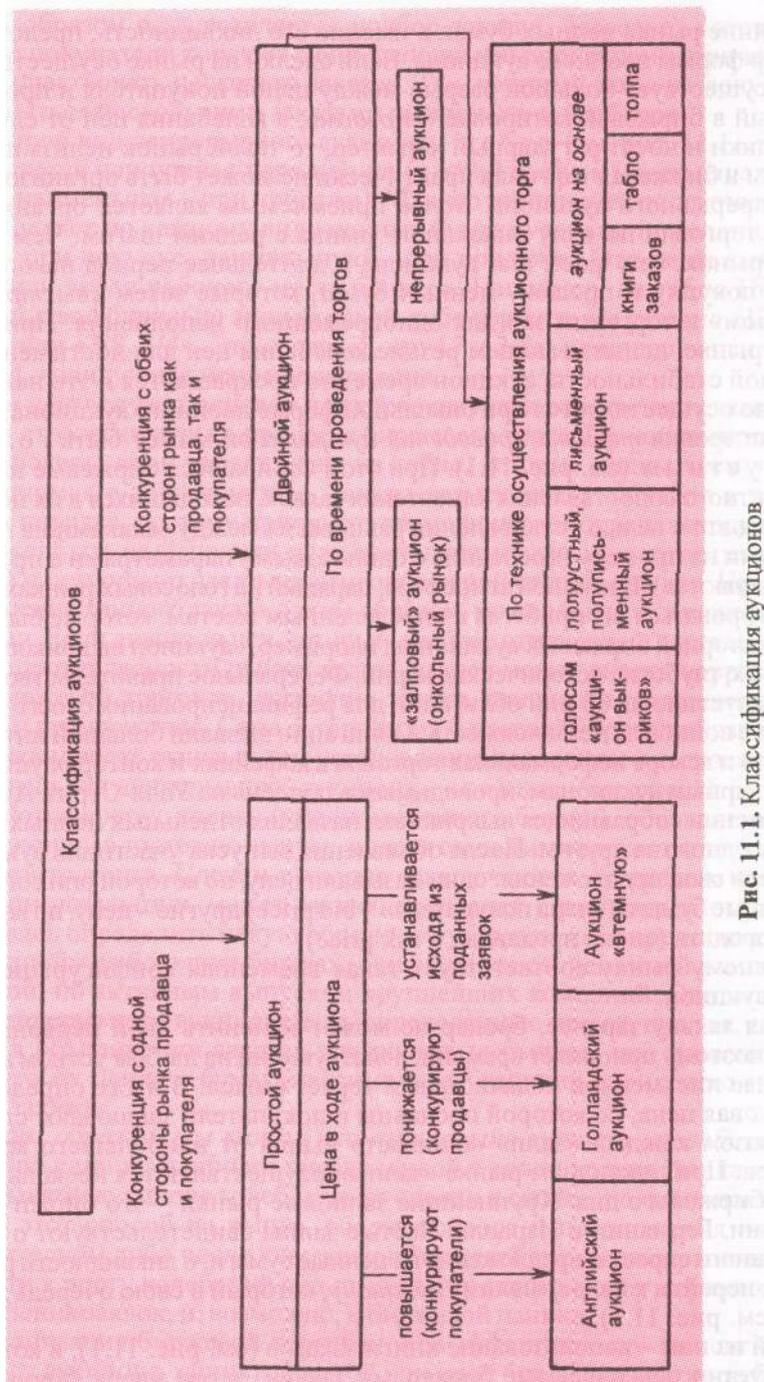


Рис. 11.1. Классификация аукционов

Состояние рынка ценных бумаг, а именно его ликвидность, предопределяет выбор формы двойного аукциона. Если сделки на рынке осуществляются редко, существует большой разрыв между ценой покупателя и продавца, называемый в биржевой котировке «спрэдом», а колебания цен от сделки к сделке велики и носят регулярный характер, то такой рынок нельзя назвать ликвидным и биржевая торговля практически не может быть организована в форме непрерывного аукциона. Более приемлемым является организация биржевой торговли по типу онкольного рынка с редким шагом. Чем менее ликвиден рынок, чем реже шаг аукциона и длительнее период накопления заявок на покупку и продажу ценных бумаг, которые затем «выстреливаются залпом» в торговый зал для одновременного исполнения. При неустойчивом рынке, испытывающем резкие колебания цен для достижения относительной стабильности, аукцион временно прекращается и это наиболее эффективно осуществляется при онкольной форме двойного аукциона.

С точки зрения техники проведения аукциона он может быть голосовым или устным (см. рис. 11.1). При этом собираются биржевые посредники для устного сопоставления клиентских заявок, находящихся в их портфеле. Делается это с целью установления равновесия между заявками на покупку и заявками на продажу (последние с одинаковыми параметрами в процессе торга исполняются). В шумной атмосфере, царящей на голосовых рынках, трудно сориентироваться, не прибегая к определенным жестам, которые были выработаны историей биржевых аукционов, например, «аукцион выкриков» имеет достаточно глубокие исторические корни. Федеральное правительство США в 1790 г выпустило на 80 млн облигаций для рефинансирования своего долга, связанного с войной за независимость. Облигации вызвали большой интерес у спекулянтов и вскоре неформальная торговля в

кофейнях и конторах уступила место регулярным аукционам, проводимым в полдень на Уолл-Стрит: Аукционер в окружении собравшихся выкрикивал названия отдельных ценных бумаг по порядку одного за другим. После объявления выпуска участники аукциона выкрикивали свои предложения: одни называли цену, по которой они согласны купить ценные бумаги («цена покупателя» – bid price) другие – цену, по которой согласны продать («цена продавца» – ask price).

Онкольному рынку соответствует такая временная конфигурация, как *залповый* аукцион.

Подавая заявку заранее, брокер не может изменить свой первоначальный заказ, поэтому приоритет времени, действующий на любом устном аукционе, в случае письменной подачи заявки теряет смысл. В итоге определяется клиринговая цена, по которой продавцы и покупатели заключают сделки. Таким образом каждый «залп» «очищает» рынок от наибольшего количества заказов. При ликвидном рынке «залпы» осуществляются несколько раз в течение биржевого дня. Крупнейшие залповые рынки – это биржи Австрии, Бельгии, Германии и Израиля. Частые залпы свидетельствуют о наличии постоянного спроса и предложения на ценные бумаги, о ликвидности рынка, позволяют перейти к *непрерывному аукциону*, который в свою очередь имеет три вида (см. рис. 11.1).

Первый из них – использование книги заказов (см. рис. 11.1.), в которую заносятся устно передаваемые брокерами заявки, затем клерк (уполномоченный биржи) исполняет их, сличая объемы и цены по мере их поступления.

Таким образом осуществляется подбор заказов, благодаря которому конкретные покупатели торгуют с определенными продавцами, причем в сделке могут участвовать несколько заказов. Так, крупный заказ на покупку может исполняться несколькими заказами на продажу и наоборот.

Второй вид непрерывного аукциона – т а б л о (см. рис. 11.1), на котором указывается наилучшая пара цен на каждый выпуск (наивысшая – при покупке, наименьшая – при продаже). Таклер группирует поступившие заявки и определяет по каждому виду ценных бумаг курсовые пожелания (наивысшую – при покупке, наименьшую – при продаже). Эти цены выводятся на табло или экран рабочего места брокера. Например, на табло Нью-Йоркской фондовой биржи по акциям какой-либо корпорации указано «17 и 3/8 к 17 и 3/4»; или «3/8, 3/4». Это означает, что 17 и 3/8 – наилучшая цена спроса, а 17 и 3/4 – наилучшая цена предложения.

Эти цены служат основой для корректировки собственных заявок и построения стратегии игры в процессе биржевого торга. Проанализировав ситуацию, брокеры сами вводят цены на табло, которые видны всем трейдерам, находящимся в торговом зале. Заказы размещаются на табло в хронологическом порядке, поэтому приоритет времени играет определяющую роль. Заказ может быть не выполнен, если аналогичные заказы на ту же цену приходят раньше и поглощают заказы противоположной стороны рынка. Причиной невыполнения данного заказа, таким образом, может быть «опережение» заявки на акции. Если диапазон цен, который, как уже отмечалось, характеризует уровень сопротивляемости рынка, велик, маклер может внести корректировки в ходе биржевой торговли, исключив заявки, слишком отрывающиеся от цен спроса и предложения. Сама организация биржевой торговли позволит повысить ликвидность рынка путем установления предельного «*стрэда*».

Третий вид непрерывного аукциона – « т о л п а » (см. рис. 11.1). Трейдеры собираются вокруг клерка (уполномоченного биржи), объявляющего лишь поступающий в торговлю выпуск, а затем сами выкрикивают котировки, отыскивая контрагента. Сделки в «толпе» заключаются по разным ценам, причем один покупатель может заключить сделку с различными продавцами, не пытаясь определить некую общую цену. Трудно себе представить торговлю «толпой» на больших биржах, оснащенных современной компьютерной техникой, по активным выпускам крупнейших компаний. Однако и у этого вида непрерывного аукциона есть определенные преимущества, заключающиеся в объединении заказов для долговых рынков, что позволяет «очистить» его от ценных бумаг, максимально увеличив количество исполняющихся заказов.

Таким образом, мы видим, что «залповый» аукцион способствует установлению единой, наиболее справедливой с точки зрения рынка цены, а на непрерывном аукционе колеблется от сделки к сделке, поэтому попытка применить этот способ на рынке, объемы спроса и предложения на котором незначительны либо число участников биржевой торговли ограничено, могут привести к росту колебаний цен от сделки к сделке в силу неравномерности поступления заявок, и, возможно, к биржевой панике.

Организация биржевой торговли и ее эффективность зависят не только от формы аукциона, принятой на той или иной бирже, но и от роли биржевых посредников в процессе ее осуществления.

Если сделка и со стороны продавца, и со стороны покупателя заключается на бирже от имени клиента и за его счет, то брокер является лишь представителем – агентом клиента, поэтому рынок, представляющий совокупность этих сделок, называется *агентским* (рис. 11.2). В Германии клиент, желая купить или продать ценные бумаги, обращается в банк. Банк будет выступать агентом клиента при заключении сделки на Франкфуртской бирже или на одной из семи региональных бирж.

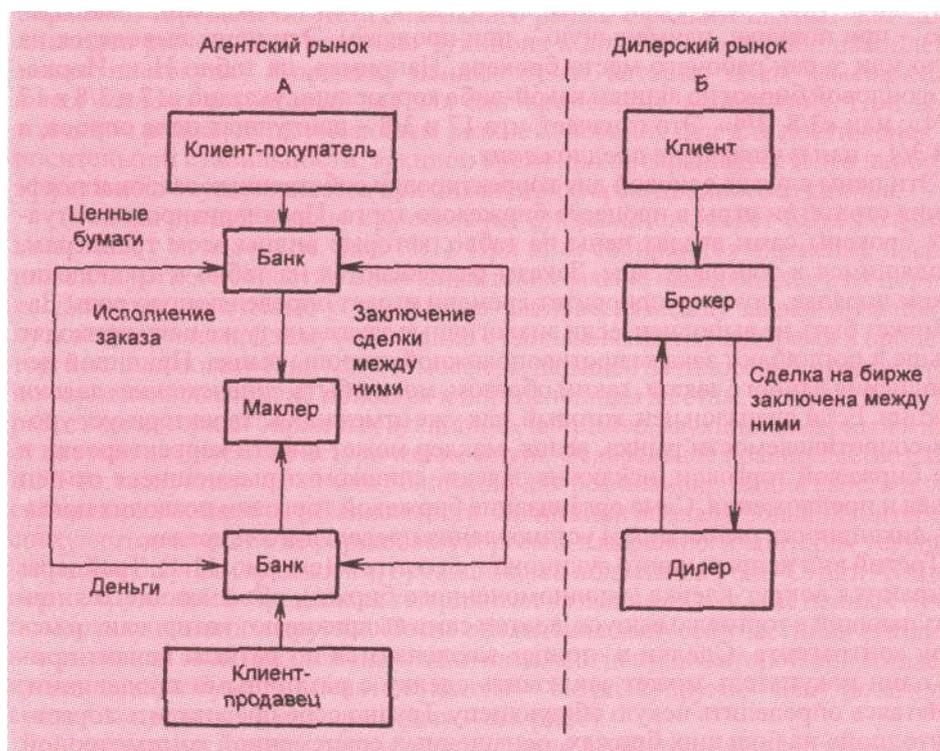


Рис. 11.2. Схема агентского и дилерского рынков

В других европейских странах банки не занимают столь решающего монопольного положения на фондовом рынке, как в Германии, и агентами клиентов при исполнении заказа являются брокеры. Поскольку биржевая торговля – это сочетание различных видов рынков, то биржевой процесс, организованный в рамках одной биржи, включает и агентский, и дилерский рынки.

Пример подобного сочетания дает работа «комиссионных» и «двухдолларовых» брокеров на Нью-Йоркской фондовой бирже. «Комиссионный» брокер – служащий компании – член биржи и работающий в зале биржи на «полу». «Двухдолларовый» брокер (англ. two-dollar Broker) – независимый брокер торгового зала; в прошлом такие брокеры брали комиссию в размере 2 долл. за каждые 100 единиц реализованных ценных бумаг.

Получив поручение клиента, «комиссионный» брокер обычно идет к специалисту по данным акциям. Если последний в данный момент занят, он может попросить отнести поручение к одному из «двухдолларовых» брокеров. Будучи независимыми дельцами, они берут комиссионные за каждое поручение, которое помогают исполнить. Эти комиссионные выплачиваются «верхней» брокерской фирмой. Работа «комиссионных» и «двухдолларовых» брокеров состоит в обеспечении наилучших возможных цен для тех поручений, которые им передала «верхняя» брокерская фирма.

Принеся поручение к специалисту, брокер торгового зала (будь это «комиссионный» или «двухдолларовый» брокер) может выбрать один из нескольких возможностей. Он определяет наилучшие предлагаемую и запрашиваемую цены (самую высокую предлагаемую и самую низкую запрашиваемую) по данному наименованию акций; обычно он выясняет эту информацию у специалиста или считывает с электронного терминала, расположенного над его рабочим местом. На терминале также высвечивается количество акций («размещение заявки»), предлагаемых для купли или продажи по указанной цене. Вооружившись этой информацией, брокер может разработать стратегию исполнения поручения. Если, например, у брокера есть «рыночное» поручение на покупку 1200 акций, он может оценить наилучшую запрашиваемую цену и количество акций, которое предлагается к продаже по этой цене. Если это количество не менее 1200 и если брокер посчитает цену привлекательной, то он может выкрикнуть, что хочет принять предложение. В этом случае сделка совершается немедленно.

Если оказывается, что наилучшее предложение исходит от брокера торгового зала, также находящегося возле этого места, то эти два брокера обмениваются названиями фирм, которые они представляют, и утверждают детали совершенной сделки. В этом случае сделка происходит без прямого участия специалистов, и каждому брокеру платит комиссионные та брокерская фирма, которую каждый из них представляет (если только они не работают по твердой ставке). Специалист от такой сделки никаких комиссионных не получает.

Если наилучшая цена названа в «лимитном» предложении, которое было оставлено у специалиста для реализации, то брокер торгового зала, пришедший с поручением на покупку, зарабатывает комиссионные (как выше) и специалист зарабатывает комиссионные от брокерской фирмы, оставившей у него «лимитное» поручение. Если же специалист продает 1200 акций из собственного запаса, то он не получает комиссионных. Брокер с «рыночным» поручением на покупку 1200 акций не обязан «хвататься» за лучшую текущую цену сразу, придя к специалисту, если брокер считает, что он, подождав, может получить более выгодную цену.

Если вместо «рыночного» поручения брокеру торгового зала дано «лимитное» поручение, причем оговоренная в нем цена существенно ниже или выше преобладающей рыночной цены, он может предпочесть оставить это поручение у специалиста, чтобы тот исполнил его, когда позволят рыночные условия. Поступая так, брокер торгового зала отказывается от возможности заработать на этом поручении комиссионные от брокерской фирмы.

Исполняя «лимитное» поручение, оставленное ему «комиссионными» и «двухдолларовыми» брокерами, специалист зарабатывает комиссионные от «верхней» фирмы. Конечно, брокер торгового зала может остаться у места специалиста в поисках возможности исполнить «лимитное» поручение по более выгодной цене, чем та, которая оговорена инвестором. В этом случае брокер, а не специалист получит комиссионные от «верхней» брокерской фирмы. Брокеры торгового зала и специалисты зарабатывают комиссионные только при действительном осуществлении посреднических услуг. Например, большинство специалистов Нью-Йоркской фондовой биржи получают за исполняемые поручения единообразную комиссию в размере от 1,5 до 2,0 долл. за 100 акций. «Двухдолларовые» брокеры зарабатывают в среднем от 1,0 до 1,5 долл. за 100 акций.

В отличие от брокера дилер выступает противоположной стороной рынка, т.е. покупает и продает ценные бумаги за свой счет или за счет фирмы, которую он представляет. Исполняя заказ на покупку, дилер продает часть своего фондового резерва, а выполняя заказ на продажу, покупает за счет собственных средств, т.е. выступает на рынке принципалом (см. рис. 11.2). Совокупность сделок, в которой одним из контрагентов выступает дилер, называется дилерским рынком. Различие между этими рынками не столь формально, как это может показаться на первый взгляд, т.е. дилер может предлагать свои котировки, а также поддерживать его ликвидность, обеспечивать порядок и справедливость. Дилер, обладая определенным резервным капиталом, будучи профессионалом, может способствовать большей ликвидности рынка.

Особенно наглядно иллюстрирует это исторический пример. В 1875 г., согласно преданию, травма ноги, полученная брокером Джеймсом Бойдом, способствовала введению в действие практики, ставшей главной отличительной чертой современной американской фондовой биржи. Потеряв способность передвигаться по залу, Д. Бойд решил предложить брокерские услуги только по одному наименованию акций – по акциям «Вестерн Юнион Компани». Осуществляя функции центральной клиринговой расчетной палаты, Д. Бойд скоро обнаружил, что его возможности по совмещению поручений на продажу и покупку акций возросли. К нему стало поступать еще больше заказов от других брокеров, в особенности от тех из них, которым их клиенты поручили совершить сделки с акциями «Вестерн Юнион Компани» по ценам выше либо ниже преобладающей рыночной цены. Чтобы устраивать другие свои сделки, требовавшие присутствия брокеров в разных местах биржевого зала, они оставляли свои заказы по акциям «Вестерн Юнион Компани» Д. Бойду с тем, чтобы он выполнял их по мере возможности.

Таким образом, Д. Бойд стал первым «специалистом» на Нью-Йоркской фондовой бирже, Тот тип поручений, который он выполнял для других брокеров, стал известен под названием «лимитные поручения». В качестве центра притяжения потока предложений, Д. Бойд стал привлекать также тех брокеров, которые искали возможность совершить сделку по наилучшей цене, в соответствии с «рыночными поручениями» своих клиентов. Такие поручения не содержали указаний относительно лимита цены и должны были реализовываться «в соответствии с рынком».

Преследуя аналогичные выгоды, другие брокеры стали копировать практику Д. Бойда, выбирая для себя другие акции. Вскоре они осознали, что исполнение ими роли расчетных палат позволяло брокерам обладать привилегированной информацией относительно спроса и предложения по избранным ими ценным бумагам. Эта информация могла быть использована для выгодной торговли за собственный счет. Поэтому специалисты стали действовать не только в качестве посредников в сделках, но и в качестве принципалов или дилеров.

Таким образом, сочетание формы организации биржевой торговли с агентским и дилерским рынками составляет основу биржевого механизма и определяет фундаментальные особенности биржевой торговли на каждой из бирж мира. Большинство из них – это сочетание агентского рынка и аукциона. Например, на Франкфуртской фондовой бирже можно наблюдать агентский рынок в сочетании с онкольным, причем последний имеет очень «частый шаг» и по ликвидности мало чем отличается от непрерывного. С 10.30 до 13.30 ежедневно «онкольный рынок» идет частым шагом. Цена по активным выпускам меняется в среднем 30-40 раз. По неактивно торгуемым выпускам цена устанавливается одним залпом в 12 часов дня.

Токийская фондовая биржа – пример агентского рынка, непрерывный аукцион на которой организован с помощью книги лимит-заказов и табло, а американские и канадские биржи являются в основном дилерскими рынками, на которых непрерывный аукцион обеспечивается тем, что каждый дилер, отвечающий за выпуск, объявляет цену продавца и цену покупателя, т.е. поддерживает непрерывный двусторонний рынок путем продажи или покупки акций за свой счет, если временно нарушается баланс спроса и предложения. При этом все дилеры придерживаются определенных правил.

По правилам Нью-Йоркской фондовой биржи каждый специалист отвечает за эффективное исполнение доверенных ему посреднических поручений. Таким образом, специалист будет искать для поручений от публики возможность исполнения по наилучшей возможной цене. Это обязывает специалиста доводить до общего сведения наивысшую предлагаемую и наинизшую запрашиваемую цену по закрепленным за ним акциям. В рамках одной сделки специалист не может выступать одновременно посредником и принципалом.

По правилам биржи специалист должен воздерживаться от участия в торговле в качестве принципала, если его дилерская роль не является необходимой для осуществления поручений, например если по данной акции одновременно поступают предложения купли и продажи по цене, скажем, 32 долл. Какова бы ни была цена, специалист должен отдавать предпочтение исполнению публичных поручений перед собственным интересом. Напротив, если поручения от публики трудно или невозможно совместить, то правила предполагают, что специалист будет «по мере разумной возможности» выступать в качестве принципала.

Таким образом, значения предлагаемой и запрашиваемой цен, как они даются в котировке Нью-Йоркской фондовой биржи, обычно представляют собой наиболее привлекательные цены публичных предложений соответственно покупки и продажи, представленные у специалиста (специалистом или брокерами торгового зала). Однако если публичных предложений в наличии нет, специалисту необходимо сделать публичные предложения покупки и продажи от собственного имени. При этом у него есть некоторая свобода в установлении разницы, или «спрэда», между своими значениями предлагаемой и запрашиваемой цен. Если «спред» большой, то специалист может больше

заработать на перепродаже акций, покупая их по предлагаемой низкой цене и продавая по запрашиваемой высокой цене. Если «спрэд» небольшой, то на средней единичной сделке специалист заработает меньше, но, возможно, благодаря привлекательным ценам в операциях примет участие большее количество инвесторов.

В современной практике брокеры и инвесторы постоянно просматривают преобладающие значения предлагаемых и запрашиваемых цен на электронном терминале, подключенном к специалисту. От последнего требуется сообщать только о самой высокой предлагаемой и самой низкой запрашиваемой ценах на закрепленные за ним акции.

Возможно, самая важная обязанность специалиста заключается в том, чтобы поддерживать «справедливость и порядок» в торговле закрепленными за ним акциями. По правилам специалист должен проводить в жизнь систему приоритетов, определяющую порядок исполнения поручений. Согласно этой системе каждому поручению приписывается некоторый приоритет в зависимости от фигурирующей в нем цены, времени поступления поручения специалисту и размера поручения. При любых прочих условиях более высоким приоритетом пользуются самая высокая предлагаемая и самая низкая запрашиваемая цены.

На Нью-Йоркской фондовой бирже, например, запрещается своим членам-брокерам действовать в качестве принципалов или посредников между покупателем и продавцом в сделках по котируемым акциям без представления сделки на непрерывный аукцион, происходящий в торговом зале. Этот порядок приводит к тому, что большая часть поручений на операции с котируемыми акциями направляется для исполнения в торговый зал, чем обеспечивается соблюдение системы приоритетов на бирже. В результате происходит консолидация потока заявок, которая может улучшить шансы отдельного поручения на то, чтобы быть исполненным по наилучшей возможной цене; при этом также поддерживается монополия специалиста и охраняется ценность торгового зала биржи как центральной Расчетной палаты. Биржа последовательно защищает установленный порядок как необходимое средство обеспечения справедливости и эффективности рынка; в то же время критики утверждают, что в действительности биржа при этом хочет сохранить свой контроль за торговлей котируемыми акциями. Некоторые брокеры-дилеры, являющиеся членами биржи, желали бы отмены правила № 390, что позволило бы им создать свои рынки котируемых акций, наподобие того внебиржевого рынка, который они уже поддерживают.

Электронные торги. Биржевая торговля существует несколько столетий, постоянно развиваясь и совершенствуясь. За это время улучшились правила торговли и клиринг, увеличивалась скорость расчетов и исполнения сделок и т.д. Параллельно в биржевой торговле происходили изменения в технике ее ведения.

В настоящее время система электронных торгов выступает равноправным конкурентом в торговом зале. В борьбе за выживание победит та система торгов, которая позволит на базе самого дешевого механизма устанавливать правильные, реальные цены, обеспечивать высокую надежность сделки, быстрое ее исполнение.

Что же привлекает в организации электронной торговли? Прежде всего электронная торговля позволяет повысить ликвидность фондового рынка. Если на бирже рынок акций какой-либо компании «делает» один специалист, то в системе электронных торгов в создании рынка участвует широкая сеть «брокеров-дилеров», которые по существу, а в ряде стран и по названию являются «производителями рынка». Такое название «брокеры-дилеры» связано с тем, что на внебиржевом электронном рынке большинство фирм функционируют одновременно и как брокеры, и как дилеры. Данные фирмы исполняют заявки на куплю-продажу ценных бумаг по собственному выбору, не совмещая в одной операции функции брокера и дилера. Некоторые брокеры-дилеры берутся за исполнение заказов, охватывающих тысячи акций, которые по стандартам биржевой торговли не могут обращаться на бирже.

Технические возможности электронной системы торгов позволяют осуществлять ежедневно сделки, включающие несколько миллионов акций.

К достоинствам компьютеризированной торговли относится то, что она прекрасно подготовлена к большим торговым объемам. При расширении рынка увеличить ее мощность значительно проще и дешевле.

Вторым преимуществом электронной торговли является возможность оператору рынка работать с индивидуальным инвестором. Подыскивая для покупки акцию, агент обычно контактирует со своим брокером. Если последний не является «производителем» рынка по данной ценной бумаге, он принимает поручение клиента, уведомляя его, что при исполнении заявки он будет действовать как брокер и отправляет заказ другим участникам внебиржевого рынка путем введения информации в систему. При исполнении заказа участник внебиржевого рынка, действуя как брокер, получает комиссионное вознаграждение, обычно не превышающее 5% суммы сделки. Если же он действует на рынке данной ценной бумаги как дилер, т.е. имеет определенный резерв по указанной в заявке ценной бумаге, то исполнение приказа клиента на покупку осуществляется за счет данного резерва и на продажу за счет своих собственных средств: исполнение заказа приводит к увеличению резерва дилера. В этом варианте исполнение заказа представляет собой обычную принципиальную сделку, вознаграждением по которой является стандартный дилерский сбор. Он, как правило, также фиксируется правилами торговли, устанавливаемыми профессиональными участниками рынка.

Например, в Правилах торговли в Российской торговой системе (РТС), принятых ПАУФОР (Профессиональной ассоциацией участников фондового рынка) зафиксировано, что «максимальный спрэд внутри котировок на покупку или продажу не должен превышать 10% от лучшей котировки на покупку или продажу». Участник торговой системы, чья котировка вышла за установленную границу, обязан изменить или убрать ее. Например, если лучшая котировка на покупку – 10, а лучшая котировка на продажу – 14, то все остальные котировки должны быть в следующих пределах: на покупку – не менее 9, на продажу – не более 15,40. При этом минимальный размер торгового лота для всех котировок, объявленных членами торговой системы, не может быть ниже 10 тыс. долл. США, а минимальный размер торгового лота для всех других котировок, объявленных в торговой системе, не может быть ниже 20 тыс. долл. США.

Влияние электронной торговли на повышение качества рынка можно проследить, изучая опыт системы автоматизации котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам NASDAQ (НАСДАК). До 1971 г. -

года наступления эры НАСДАК – внебиржевой рынок, рынок ОТС (Over the counter Market), страдал от торговых злоупотреблений и недостатка надзора. При отсутствии «прозрачности» этого рынка торговля на нем зачастую осуществлялась акциями несуществующих компаний. В настоящее время к торговле через систему НАСДАК допускаются лишь те эмитенты, которые удовлетворяют определенным требованиям, хотя котировки акций в системе НАСДАК ниже акций аналогичных компаний на фондовых биржах. Еще более жесткие ограничения существуют в системе РТС, где торгуются только около 15 ценных бумаг российских эмитентов.

Качество рынка электронной торговли определяется также и работой его участников. Хотя при торговле акциями на внебиржевом электронном рынке не устанавливаются описанные выше правила или система приоритетов, тем не менее механизм подключения участников торгов к торговой системе позволяет для клиента выбрать лучшую цену.

Зарубежная практика показывает, что торговая система состоит из трех модулей:

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

Система «метчинг» предусматривает, что брокеры должны ввести в компьютер код ценной бумаги, характер сделки (покупка или продажа), цену и количество ценных бумаг. Такой ввод заявок может происходить 24 часа в сутки, и электронная система автоматически фиксирует время ее ввода и присваивает ей номер. Как правило, заявка не принимается к исполнению, если она не обеспечена предварительно внесенными денежными средствами, необходимыми для исполнения заказа на покупку или ценными бумагами в случае заказа на продажу. По правилам непрерывного сопоставления заявок автоматически (мгновенно) включенная в систему электронных торгов заявка проверяется на наличие допустимых встречных заявок. Встречными называются заявки, поданные на покупку и продажу одной и той же ценной бумаги. При этом заявки на покупку всегда будут встречными по отношению к заявкам на продажу и наоборот.

Допустимыми встречными заявками считаются те из них, в которых цена на продажу не выше указанной в заявке цены на покупку и соответственно цена на покупку в поданной заявке не ниже указанной во встречной заявке цены на продажу. При наличии допустимых встречных заявок происходит заключение сделки, которое не требует дополнительного согласия участника электронного торга, подавшего заявку.

Сделка заключается между поданной встречной заявкой, являющейся первой в списке на исполнение. Очередность устанавливается, как правило, в соответствии с приоритетом цены и времени подачи заявок. Хотя допустимы и иные приоритеты очередности исполнения заявок, например их объем.

Количество ценных бумаг, указанных в поданной и допустимой встречной заявках, при заключении сделки уменьшается на ее объем и это повторяется до тех пор, пока заявка не будет исполнена или не останется ни одной допустимой встречной заявки.

Использование модуля «акцепт» можно сравнить с электронной «доской объявлений». Брокер, участник торгов, вводит свою заявку в систему на тех же условиях, что и при модуле «метчинг». При этом другие брокеры могут вступить с ним в переговоры относительно цены или объема. Сделка считается заключенной после того, как они придут к согласию, т.е. один брокер акцептует предложение другого. В результате переговоров предложение на покупку или продажу может отличаться от введенного в систему первоначально путем появления новых условий сделки через компьютерный терминал.

Аналогичная система используется в РТС, когда в период торговой сессии для всех ее участников котировки являются «твердыми».

«Твердая» котировка – котировка, сопряженная с обязательством объявившего ее участника заключить сделку на содержащихся в ней условиях. Она может быть как односторонней, т.е. содержащей предложение либо на покупку, либо на продажу ценных бумаг определенного эмитента с указанием их количества, цены, валюты расчета и числа дней, необходимых для регистрации перехода права собственности, так и двусторонней – одновременно объявляющей о покупке и продаже ценной бумаги одного эмитента. Каждая из них объявляется под именем участника электронных торгов и поэтому он несет ответственность за соответствие котировок установленным в системе электронных торгов правилам. Кроме того, выставляя котировку, участник электронного торга берет на себя обязательства заключать сделки по указанной в котировке цене и гарантировать надлежащее ее исполнение. Сделка при такой системе заключается в результате согласия (акцепта) двух участников электронной торговли, из которых хотя бы один выставил котировку в торговой системе на покупку или продажу ценных бумаг. Сделки должны заключаться по «твердым» котировкам, но иногда разрешается заключение сделки в системе РТС по индикативным (а в мировой практике они носят название объявленных котировок).

Индикативная котировка не сопряжена с обязательством объявившего ее участника заключить сделку на содержащихся в ней условиях и поэтому, например, в РТС сделки по таким котировкам заключаются вне торговой сессии.

В зарубежной практике *третий модуль системы – отчетность* также используется для заключения сделок вне торговой системы, например, по телефону. По окончании торговой операции обе стороны обязаны ввести отчет в систему в течение 90 с.

Электронные торги по системам «метчинг» и «отчетность» обычно используются для заключения крупных сделок, тогда как мелкие заказы чаще всего используются через систему акцепта.

11.3. МЕТОД УСТАНОВЛЕНИЯ ЕДИНОГО КУРСА

Метод единого курса основан на установлении единой (типичной) цены. Он, например, используется на немецких биржах, на основе двойного закрытого аукциона. В данном случае при установлении биржевых цен во внимание принимаются только сделки, заключенные при посредстве официальных, так называемых курсовых

маклеров. По каждой группе фондовых ценностей имеются специальные маклеры, принимающие заявки спроса и предложения. В определенное время они сходятся в конкретном месте биржевого зала и в присутствии всех лиц, заинтересованных в данных ценных бумагах, приступают к установлению того курса, при котором они смогли бы покрыть максимальную сумму спроса и предложения. При дефиците заявок с какой-либо стороны рынка они выкрикивают в зал заказ, который помог бы уравновесить рынок. Если данный заказ находит поддержку у какого-либо свободного маклера и он желает его выставить от своего имени, то курсовой маклер вводит его заказ в компьютер, и рынок по данной ценной бумаге становится более равновесным.

Итоговые расчеты единого курса можно представить в следующем виде (табл. 11.2).

Таблица 11.2

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

При установлении курса необходимо следовать определенным правилам:

- биржевой курс нужно устанавливать на уровне, обеспечивающем наибольшее количество сделок;
- все заявки «продать по любому курсу», «купить по любому курсу» осуществляются при появлении первого предложения цены;
- все заявки, в которых содержатся максимальные уровни цен при покупке и минимальные цены при продаже, должны осуществляться;
- все заявки, в которых указываются цены, приближающиеся к максимальным при покупке и минимальным при продаже, могут реализовываться частично.
- все заявки, где указаны цены ниже искомого курса при покупке или выше при продаже, не реализуются.

Приказы, поступившие на покупку ценных бумаг по любой цене, могут быть исполнены и по цене 555, поэтому общее количество приказов на покупку по этой цене – 150 (80+70). Аналогично желающие купить по цене 555 будут рады совершить сделку по цене 554 и т.д.

В отношении приказов на продажу нетрудно заметить, что суммирование приказов осуществляется в обратном порядке – от наименьшей цены в соответствии с желаниями продавцов продать подороже.

Наибольшее количество сделок, а именно 600 (300+300), удовлетворяется при курсе 551. Он и фиксируется как единый. Однако может сложиться ситуация, при которой, например, 600 сделок будут исполняться при курсе 550 и 551. Какими приоритетами руководствоваться в этом случае? Искусство курсового маклера состоит в том, чтобы поддерживать наиболее ликвидный рынок, а следовательно, стимулировать увеличение заявок о той стороне рынка, где их меньше. Таким образом, если заявок на покупку меньше, чем на продажу, целесообразно установить курс 550, а если наоборот - 551.

При цене 551 (табл. 11.2) приказов на покупку на 10 больше, чем приказов на продажу. Какие же из них будут удовлетворены? В первую очередь заявки, содержащие приказ «купить по любой цене», а также заявки по курсу выше единого – 555; 554; 553; 552. А вот заявок по курсу 551 – 20; из них будут удовлетворены первые десять по времени регистрации, следуя правилу – «первый подавший заявку удовлетворяется в первую очередь».

Таким образом, при установлении биржевой цены по методу единого курса (единой цены) дополнительной обработки и подготовки для печати в средствах массовой информации не требуется. При этом следует только рассчитать движение цены: ее рост или падение по сравнению с предыдущими торгами.

Простому и непрерывному аукциону соответствует котировка по регистрационному методу. В биржевом бюллетене отмечаются (регистрируются) действительные цены сделок, заключенных в течение данного периода (биржевого дня).

11.4. ФИКСИНГ КАК СПОСОБ УСТАНОВЛЕНИЯ ЦЕНЫ

Фиксинг – это состояние торгов, при котором объем заявок на продажу иностранной валюты становится равным объему заявок на ее покупки. Момент достижения фиксинга является моментом завершения торгов (аукциона), Фиксинг характеризуется определенным курсом иностранной валюты к национальной, который становится единым курсом заключения сделок и осуществления расчетов по ним на данных торгах. Фиксинг не достигается автоматически. Существуют определенные правила, позволяющие его установить.

1. Если предложение превышает спрос, то маклер понижает курс валюты; при превышении спроса над предложением маклер, напротив, повышает курс иностранной валюты по отношению к национальной.

Например, объем покупки составляет 1200 условных единиц валюты, а объем продажи – 800, т.е. объем покупки превышает объем продажи, что создает условия для роста курса валюты. В этом случае для достижения фиксинга необходимо:

- снять (уменьшить) объем покупки;
- увеличить объем продажи.

Если же объем покупки будет составлять 800 условных единиц валюты, а объем продажи – 1200, то объем продажи превысит объем покупки, т.е. курс валюты начнет падать. В этом случае для достижения фиксинга необходимо:

- снять (уменьшить) объем продажи;
- увеличить объем покупки.

2. Не допускается изменение направления движения курса иностранной валюты к национальной после первого изменения начального (стартового) курса.

3. Единица изменения курса иностранной валюты к национальной в процессе торгов определяется курсовым маклером. В зависимости от разницы между спросом и предложением она может устанавливаться от 0,1 до 10 единиц.

4. Дополнительные заявки по изменению суммы покупки или продажи подаются участниками торгов через своих дилеров (представителей).

5. Корректировка дополнительной заявки, меняющей соотношение спроса и предложения на обратное, заключается в выполнении ее части в том объеме, которого не хватает для ее удовлетворения.

При корректировке заявок используются следующие их виды:

- добавляющая валюту на продажу;
- увеличивающая объем покупки валюты;
- уменьшающая объем покупки валюты;
- снимающая валюту с продажи,

При одновременном поступлении одной из заявок от разных дилеров приоритет имеет заявка, максимальная по величине.

Исходя из правил достижения фиксинга возможны два альтернативных варианта установления биржевого курса.

ВАРИАНТ ПЕРВЫЙ

По заявкам, поступившим на биржу до начала торгов, курсовой маклер (официальное лицо биржи) устанавливает верхний и нижний пределы («курсовые таксы»), в рамках которых предположительно должен будет зафиксирован окончательный курс торгов. Например, за 1 долл. США – 1900-2000 руб.: 2000 руб. – курс продавца (по этому курсу представлено наибольшее количество заявок на продажу); 1900 руб. – курс покупателя (по этому курсу поступило наибольшее количество заявок на покупку).

Рассмотрим действия курсового маклера и участников торгов.

Действия курсового маклера. Каждые 3 минуты курсовой маклер изменяет курс рубля в сторону повышения (если спрос превышает предложение) или понижения (если предложение превышает спрос). Курсовой маклер (его помощники) фиксирует в процессе торгов все изменения, внесенные ее участниками в отношении количества заявленной валюты и условий ее продажи,

Действия участников торгов. После объявления «курсовой таксы» участники торгов подают новые заявки или отзывают ранее поданные через дилеров, находящихся в биржевом зале, с которыми они работают через средства связи. Подача новых заявок или отзыв старых осуществляется периодически (с интервалом 3 мин) по мере изменения валютного курса.

Подача новых и отзыв старых заявок зависят от соотношения спроса и предложения.

При превышении спроса над предложением:

- продавцы валюты могут лишь увеличить количество предлагаемой валюты, а также изменить условия ранее поданных заявок в сторону повышения курса рубля для того, чтобы сбалансировать спрос и предложение;
- покупатели валюты могут лишь уменьшить количество покупаемой валюты, а также изменить условия ранее поданных заявок в сторону понижения курса валюты по отношению к рублю.

При превышении предложения над спросом:

- продавцы валюты обычно уменьшают количество продаваемой валюты, а также изменяют условия ранее поданных заявок в сторону повышения курса рубля;
- покупатели валюты, как правило, увеличивают количество покупаемой валюты, а также изменяют условия ранее поданных заявок в сторону понижения курса рубля,

При осуществлении фиксинга курсовой маклер стремится к тому, чтобы было удовлетворено максимально возможное количество заявок по единственному курсу.

ВАРИАНТ ВТОРОЙ

Аукцион начинается со *стартового курса*. Урегулирование спроса и предложения происходит в пределах разницы между спросом и предложением. В момент, где спрос и предложение уравниваются или разрыв между ними меняется на противоположный, происходит фиксинг, и торги заканчиваются. Все конкретные сделки на заявленные суммы совершаются по зафиксированному курсу (табл. 11.3).

Например, спрос – 892 млн руб., предложение – 417 млн руб.

После фиксинга курсы сразу же вписываются в таблицы валютного зала. Биржа организует оперативную публикацию среднего курса продавца и покупателя в печать.

Таблица 11.3

Определение биржевого курса иностранной валюты

№ п/п	Курс предыдущих торгов	Курс текущих торгов	Продажа валюты	Покупка валюты	Номер участников торгов
1	1900	1900	417	892	–
2	–	–	–	–100	06
3	–	1901	417	792	–
4	–	–	–	–5	01
5	–	–	–	–50	01
6	–	1902	417	737	–
7	–	–	–	–50	01
8	–	1903	417	687	–
9	–	–	–	–50	01
10	–	–	–	–20	06
11	–	1904	417	617	–
12	–	–	+20	–	41
13	–	–	+40	–	01
14	–	1905	477	617	–
15	–	–	+30	–	01
16	–	–	+30	–	10
17	–	–	+20	–	12
18	–	1906	557	617	–
19	–	–	+60	–	12
	Итого	1907	617	617	–

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- *котировка*
- *аукцион: простой, двойной, открытый, закрытый,*
- *английский, голландский, непрерывный*
- *специалист*
- *электронный торг*
- *метод единой цены*

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Дайте определение биржевой котировке.
2. Охарактеризуйте виды аукциона.
3. Каковы функции специалиста, брокера, дилера в ходе биржевого торга?
4. Что представляют собой электронные торги?
5. Дайте характеристику метода установления единого курса.
6. Как устанавливается цена на основе фиксинга?
7. Чем характеризуются агентский и дилерский рынки?

ГЛАВА XII

КОМПЬЮТЕРИЗАЦИЯ БИРЖЕВОГО ДЕЛА

12.1. РОЛЬ СРЕДСТВ АВТОМАТИЗАЦИИ В БИРЖЕВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Широкое распространение средств автоматизации позволяет сформировать прочную технологическую базу для организационного управления биржевой деятельностью. В частности, это решает проблему, связанную с неустойчивым увеличением объемов биржевой информации, которую необходимо хранить, анализировать,

обрабатывать, передавать на большие расстояния и т.п.

В целом круг проблем, связанных с компьютеризацией биржевой деятельности, чрезвычайно широк. К ним относятся как общетехнологические вопросы организации обработки информации (формирование оптимального диалога, определение коллективных форм переработки информации, выработка процедур общения с базами данных и др.), так и вопросы выбора эффективных технологических и технических средств, необходимых для проведения подобной работы. Немаловажным фактором является степень готовности биржи к компьютеризации, т.е.

- готов ли каждый сотрудник биржи (психологически, по уровню знаний и т.д.) повысить квалификацию, изменить технологию своего труда;
- сформирована ли вокруг участников биржевой деятельности развитая инфраструктура сервиса, включающая методологическое, техническое и программное обслуживание;
- возможен ли переход конкретной биржи к системной ломке существующей информационной технологии.

Специалисты, занятые на бирже, с помощью ПЭВТ получают возможность облегчить и в то же время в значительной степени упорядочить и интенсифицировать свою деятельность.

На первом этапе обычно автоматизируется рутинная работа, например регистрация брокеров и брокерских контор, подготовка биржевой ведомости (price-list), подготовка документов для регистрации сделок и т.п.

Второй, более сложный, этап – разработка специальных пользовательских языков, с помощью которых специалист может самостоятельно выполнять на ПЭВТ определенные действия, например проводить анализ экономических показателей предприятий – участников биржевых торгов, оценивать результаты работы той или иной брокерской фирмы и т.д.

Наконец, *на третьем этапе* – это наиболее сложный процесс – может быть частично автоматизирована и творческая деятельность специалиста биржи. ПЭВТ в этом случае выступает уже в роли квалифицированного хранителя ряда фактов (знаний) из области биржевой деятельности. При решении какой-либо проблемы, например исследование биржевого рынка, ПЭВТ проводит анализ этого рынка и выдает определенные рекомендации по работе на рынке, подсказывает альтернативные подходы или предлагает уже известные решения в аналогичных ситуациях и т.д.

На всех трех этапах сотрудники биржи активно используют ПЭВТ в своей деятельности.

Для эффективной работы пользователя с ПЭВТ разрабатываются так называемые автоматизированные рабочие места (АРМ), использующие новые информационные технологии и для которых главным фактором их успешного функционирования является наличие специальных диалоговых языков высокого уровня, облегчающих для человека контакт с ПЭВТ (так называемый «дружественный интерфейс»).

Новая информационная технология – это методы обработки информации, организационно-управленческие концепции ее формирования и потребления, а также совокупность всех видов информационной техники. Другими словами, новая информационная технология может быть определена как сочетание процедур, реализующих функции хранения, обработки и передачи информации в организационной структуре управления биржей с использованием выбранного комплекса технических средств.

ПЭВТ, являющиеся основой новой информационной технологии, позволяют максимально интегрировать информационные технологии на бирже путем перевода их на единый процесс обработки. При этом за счет универсальности используемых технических средств обеспечивается не только технологическая и методическая интеграция, но и организационная интеграция информационных систем и процессов в виде широкой сети автоматизированных рабочих мест брокеров, маклеров, служб биржи.

Для новой информационной технологии характерны:

- работа пользователя в режиме манипулирования (а не программирования) данными. Пользователь должен «видеть», используя средства вывода (дисплей, принтер), и «действовать», используя средства ввода (клавиатура, мышь, сканер), а не «знать» и «помнить»;
- сквозная информационная поддержка на всех этапах прохождения информации на основе интегрированной базы данных, предусматривающая единую унифицированную форму представления, хранения, поиска, отображения, восстановления и защиты данных;
- безбумажный процесс обработки документов, при котором на бумаге фиксируется только окончательный вариант того или иного документа, а промежуточные версии и необходимые данные записаны на машинные носители и доводятся до пользователя через экран дисплея ПЭВТ;
- интерактивный (диалоговый) режим решения задач с широкими возможностями для пользователя;
- возможности коллективного использования документов на основе нескольких ПЭВТ, объединенных в вычислительную сеть;
- возможности адаптивной перестройки формы и способа представления информации в процессе решения конкретной задачи.

Человеко-машинные системы на базе ПЭВТ позволяют значительно сократить избыточность информационных потоков по всем ступеням управления биржей (за счет определенного агрегирования данных на рабочих местах сотрудников биржи) и существенно повысить эффективность прежде всего оперативного управления.

Новая информационная технология на базе ПЭВТ является основой *децентрализованной системы организационного управления биржей*. При этом обеспечивается:

- ускорение обработки информации за счет максимального приближения средств обработки данных к объектам управления (операционный зал, служба регистрации сделок и т.п.) и обеспечения принятия оперативных решений;
- снижение расходов на содержание всей системы организационного управления биржей;
- рост гибкости организационной структуры биржи;

- повышение ответственности сотрудников биржи;
- возможность поэтапного (модульного) наращивания мощности системы автоматизированного управления биржей;
- уменьшение объемов документооборота на бирже;
- возрастание информационной рациональности системы за счет увеличения количества необходимых для управления данных и повышение их достоверности и своевременности.

Децентрализованная система управления биржей предполагает применение децентрализованных баз данных, не требующих затрат на сбор информации в единый центр, создание громоздких и дорогостоящих систем для хранения больших объемов данных, и вероятность ошибок в которых незначительна.

Уровень децентрализации может быть различным. Возможно распределение данных по отдельным базам при сохранении централизованного указателя их размещения. В другом случае при образовании локальных баз данных сохраняется общая база данных в центре. Уровень децентрализации баз данных должен быть определен исходя из конкретных функциональных и экономических требований к реальной локальной или региональной организационной структуре биржи.

При децентрализации достигается и большая «живучесть» автоматизированной системы управления биржей, так как выход из строя одной ПЭВТ не приводит к отказу всей системы управления. Принципиальным достоинством децентрализованной системы является *минимизация риска внедрения техники*. В централизованной системе внедрение начинается с закупки и установки большой ЭВТ (чаще всего с избыточным ресурсом) и организации каналов связи. В этом случае вкладываются значительные материальные средства и задействуются значительные людские ресурсы. В децентрализованной системе степень риска от внедрения минимальна, так как система наращивается поэтапно с незначительными сбалансированными материальными затратами на каждом этапе.

12.2. АВТОМАТИЗИРОВАННЫЕ РАБОЧИЕ МЕСТА УЧАСТНИКОВ БИРЖЕВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА БАЗЕ ПЭВТ

Концептуальное отличие АРТ участника биржевой деятельности на базе ПЭВТ от просто ПЭВТ на рабочем столе, например, брокера, маклера, руководителя биржи состоит в том, что в АРТ открытая архитектура ПЭВТ функционально, физически и эргономически настраивается на конкретного пользователя (персональное АРТ) или группу пользователей (сеть АРТ). Этот процесс неоднозначен (особенно при автоматизации работы специалистов), и нередко возникают довольно серьезные трудности в обосновании и определении общих требований к АРТ, ориентированных на решение различных задач. Действительно, с одной стороны, специалистам биржи (брокерам, дилерам, маклерам) важно предоставить возможность решать задачи, относящиеся к разным стадиям их работы и различным профессиональным ориентациям (исследование рынка, поиск контрагентов для купли-продажи, анализ индекса биржевых цен и т.п.), а с другой – руководители бирж (брокерских контор) должны иметь возможность управлять этим процессом и интегрировать результаты работы специалистов в более крупные информационные массивы для принятия решений.

Автоматизированное рабочее место биржевика (АРТБ) представляет собой совокупность методических, языковых, информационных, программных и технических средств, обеспечивающих работу на ПЭВТ в области биржевой деятельности (рис. 12.1).

Главная составляющая АРТБ – это специальный язык диалога пользователя и ПЭВТ, а также программная система, реализующая этот язык и обеспечивающая ведение необходимой базы данных по бирже. Язык пользователя проектируется, как правило, непроцедурным и профессионально-ориентированным. Его основу составляют термины, необходимые для работы в области биржевой торговли. Обеспечивающая часть АРТ-биржевика образует информационно-материальную основу и включает информационное, программное и техническое обеспечение, используемое участниками биржевой деятельности для решения своих управленческих и организационных задач.

Информационное обеспечение – это совокупность реализованных решений по объему, размещению и формам организации информации, необходимой для функционирования АРТ-биржевика. Оно включает нормативно-справочную информацию по биржевой деятельности, унифицированные и специальные классификаторы технико-экономической информации и системы документации (например, классификатор кодов товарных групп, систему документации по брокерской деятельности и т.п.).

Формой представления и организации данных в АРТ служат документы, массивы и базы данных.

При проектировании АРТ-биржевика информационное обеспечение находит свое выражение в создании так называемой *информационной базы биржи (ИББ) как совокупности упорядоченной и формализованной соответствующим образом информации.*

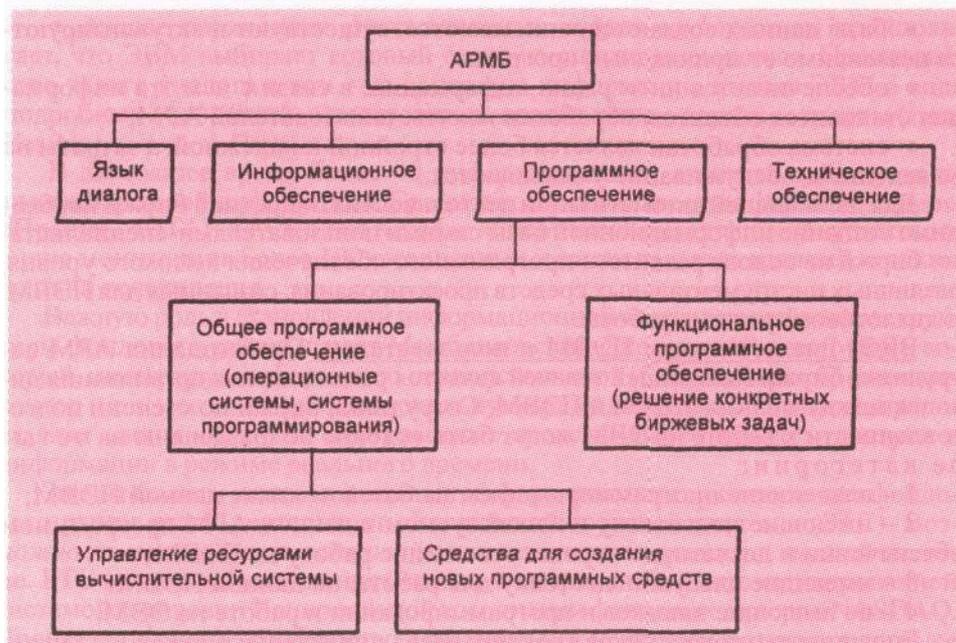


Рис. 12.1. Структурная схема АРМБ

Различают внешнюю и внутримашинную информационные базы.

Внешняя ИБ – это часть ИБ, представляющая собой совокупность сообщений и документов, используемых при функционировании различных АРТ на бирже в форме, воспринимаемой пользователем этих АРТ без применения средств вычислительной техники. **Внутримашинная ИБ** – часть ИБ, представляющая собой совокупность создаваемых и используемых данных на машинных носителях в виде информационных файлов и баз данных.

Постепенно при использовании все более мощных ПЭВТ практически стирается грань между внешней и внутримашинной базами, так как информация организуется и ведется непосредственно в ПЭВТ, их сетях и (или) вычислительных комплексах более высокого уровня.

Основой формирования информационной базы биржи служит **концепция баз данных**. Системы обработки, построенные на этой концепции, обладают следующими достоинствами:

- в памяти ЭВТ создаются, хранятся и обрабатываются не только элементарные данные, но и сложные структуры, в которые организованы эти данные;
- структурирование данных сокращает их дублирование, а следовательно, приводит к экономии памяти на внешних носителях (это особенно важно для ПЭВТ), повышает надежность и достоверность информации (что имеет большое значение для АРТ);
- базы данных создаются, описываются, существуют и актуализируются независимо от прикладных программ;
- обеспечивается интеграция информации, в связи с чем эта информация становится объектом обработки многих пользователей АРТ;
- система обработки является более стройной и надежной, а затраты на ее ведение и обслуживание уменьшаются.

Для дальнейшей автоматизации деятельности конкретной биржи необходимо создание информационной базы самими пользователями-специалистами биржи на основе развитого программного обеспечения высокого уровня, различных инструментальных средств проектирования, созданных для ПЭВТ, и диалогового режима работы.

Виды диалога между ПЭВТ и пользователем. При создании АРТ сотрудника биржи важнейшей задачей является рациональная организация диалога между пользователем и ПЭВТ. Сотрудники биржи по степени подготовленности к работе на ЭВТ могут быть условно подразделены на **четыре категории**:

- 1 – владеющие программированием на базовом языке данной ПЭВТ;
- 2 – имеющие подготовку в используемом в данном АРТ программном обеспечении и достаточно хорошо освоившие работу на ПЭВТ;
- 3 – имеющие слабую подготовку для работы на данной ПЭВТ;
- 4 – не имеющие навыков в программировании и работе на ЭВТ.

Большинство сотрудников среднего звена управления биржей (отдел регистрации брокерских контор и брокеров, отдел организации торгов, бухгалтерия, планово-экономический отдел и др.), занятых вопросами организационного управления и решающих типовые экономические задачи, должны принадлежать ко второй и третьей категориям.

К четвертой категории можно отнести сотрудников высшего звена управления биржей (руководители биржи), решающих нетиповые задачи организационного управления. Ряд задач, например задачи неформализованной обработки данных, требует достаточно сложного диалога с ЭВТ, к выполнению которого могут оказаться готовыми

только пользователи первой или второй категорий. Поэтому одновременно с основными языковыми и программными средствами АРТ пользователю должны быть в ряде случаев предоставлены дополнительные средства, позволяющие получить необходимые навыки работы на ПЭВТ в нужном режиме.

Так, в системах автоматизации задач организационного управления используются различные *типы диалога*:

- *диалог, иницируемый ЭВТ*, освобождает пользователя АРТ от изучения мнемоники или программных операторов. Характерным примером такого диалога является метод «меню», при котором пользователь выбирает один или несколько из предложенных ЭВТ вариантов;
- *диалог заполнения форм* также иницируется ЭВТ. Пользователь заполняет специально подобранные формы на экране дисплея, а затем анализирует и обрабатывает эти формы с помощью программного обеспечения АРТ. Такой диалог достаточно легок в освоении, но не очень гибок;
- *диалог необученного пользователя* имеет характерную особенность, а именно полную ясность ответов ЭВТ, которые не должны оставлять у пользователя сомнений относительно его последующих действий;
- *диалог с помощью фиксированных кадров информации* предполагает, что ЭВТ выбирает готовый ответ из списка имеющихся. Преимущество такого диалога в том, что основную информацию выдает ЭВТ в виде подробных сообщений, а пользователь вводит только короткие ответы (типа *Yes/No*).

В настоящее время более 40 информационных агентств действуют на рынке биржевой информации. Среди них хорошо известны фирмы «Рейтер», «Прайм», «ИТАР ТАСС», «АК&Т», «РосБизнесКонсалтинг», осуществляющие мониторинг более 100 ежедневных и еженедельных изданий, а также радио и телевидения.

Важную роль в становлении информационной составляющей инфраструктуры фондового рынка играет Тежбанковский финансовый дом (ТФД), который, интегрируя информацию первоисточников (банков, бирж, брокерских контор и т.п.), создает профессиональную среду для работы на рынке, предоставляя своим клиентам программные средства персонального доступа к информации в режиме реального времени.

Значительным шагом в развитии информационного обеспечения фондового рынка стала деятельность Российской торговой системы (РТС). Возможность использовать западный опыт во многом отразилась на этой системе, РТС во многих отношениях сходна с американской автоматизированной системой котировки Национальной ассоциации фондовых дилеров NASDAQ. Профессиональное сообщество совместными усилиями развивает сетевые возможности системы, в частности недавно была представлена новая версия для проведения дистанционных торгов на фондовом рынке в рамках РТС. Ее информационный сервис позволяет собрать в одном наборе интересующие брокера акции с наглядным представлением котировок по предложению и продаже, вывести все котировки акций одной компании у разных брокеров, представить наиболее ценную информацию по каждой ценной бумаге, по предложениям различных брокерских фирм.

Программное обеспечение. Одним из компонентов программного обеспечения АРТ-биржевика является операционная система (ОС), выполняющая следующие основные функции: обеспечивает независимость прикладных программ от применяемых технических средств, облегчает перенос программ на другие вычислительные системы, обладает расширенными возможностями разработки и усовершенствования прикладных программ. ОС включает также средства поддержки машинной графики, управления базами данных, коммуникационными функциями (применительно к локальным и глобальным сетям) и взаимодействия пользователя с системой.

До последнего времени наиболее распространенное имела операционная система TS-DOS с ее различными версиями. На смену ей приходят более современные – Windows 95.

В основе автоматизации управления биржевой деятельностью могут быть выделены следующие технологии:

- обработка текстов и деловая графика;
- обработка форматных данных (таблиц);
- работа с персональными базами данных;
- передача данных и документов через сети связи;
- совместный доступ к централизованным данным.

Применяемые текстовые редакторы (например, Microsoft Word) позволяют существенно облегчить задачу создания различных документов, отчетов, писем и пр.

Большое применение в настоящее время для экономических расчетов получили табличные процессоры (например, Microsoft Excel). Эти программные средства предназначены прежде всего для индивидуального использования специалистами-экономистами и позволяют не только легко производить трудоемкие экономические расчеты, но и осуществлять анализ влияния различных взаимозависимых между собой экономических показателей. Более того, эти влияния достаточно просто иллюстрируются наглядными графиками.

Для работы с персональными базами данных служат программные продукты, относящиеся к классу систем управления базами данных (СУБД).

СУБД представляет собой программную систему, позволяющую пользователю создавать собственные файлы требуемой структуры, устанавливать взаимосвязи между данными, осуществлять ввод, корректировку и удаление информации из файлов, просматривать нужные данные, реорганизовывать базу данных, формировать отчеты той или иной степени сложности.

Языковые средства СУБД являются важнейшей компонентой *банков данных*, так как в конечном счете они обеспечивают интерфейс пользователей разных категорий с банком данных. При их проектировании используются следующие принципы:

1. Принцип минимума работы: язык должен обеспечить минимум усилий, чтобы «заставить» машину работать.
2. Принцип минимума мастерства: работа должна быть так проста, как только это возможно; она не должна быть уделом избранных и быть понятной только посвященным.

3. Принцип естественности языка, упразднения «инородного» синтаксиса и мнемоники. Язык не должен требовать от пользователей значительных усилий в изучении синтаксиса или содержать много мнемонических или иных обозначений, которые быстро забываются.

4. Принцип минимума времени. Язык должен позволять без существенной задержки реализовывать возникающие потребности в доступе к информации и ее обработке.

5. Принцип минимума ошибок. Технология должна быть спроектирована таким образом, чтобы минимизировать ошибки человека, а уж если они возникли, то, по возможности, «выловить» их автоматически.

6. Принцип минимума результата. Теханизм языков должен позволить легко вносить изменения в имеющиеся приложения.

7. Принцип максимума результата. Языки предоставляют пользователям мощный инструмент для решения разнообразных задач.

Спектр языковых возможностей, используемых в СУБД, довольно широк. В развитии языковых средств можно выделить две концепции: *разделения и интеграции*.

При использовании концепции разделения различают следующие языки: описания данных манипулирования данными, запросов и др. В зависимости от особенностей СУБД в состав языков описания данных входят все или некоторые языки описания: схем, подсхем, хранимых данных, внешних данных (входных, выходных).

Языки манипулирования данными разделяются на две большие группы: процедурные и непроцедурные. При использовании процедурными языками надо указать, какие действия и над какими объектами необходимо выполнить, чтобы получить результат. В непроцедурных языках указывается, что надо получить в ответе, а не как этого достичь.

Процедурные языки могут различаться по основным информационным единицам, которыми они манипулируют. Это могут быть языки, ориентированные на «позаписную» обработку данных и на операции над множеством записей.

Языковые средства предназначаются для пользователей разных категорий: конечных пользователей, системных аналитиков, профессиональных программистов. Повышение уровня языковых средств, их дружелюбности приводит к тому, что все большее число функций выполняется пользователями-непрограммистами самостоятельно, без посредников.

Анализ современного состояния программного обеспечения АРТ позволяет сделать вывод, что в настоящее время разработан большой ассортимент универсальных программных продуктов системного и прикладного характера (табл. 12.1).

Таблица 12.1

Наименование программного продукта	Назначение	Краткое описание	Примеры реализации
Технический анализ	Метод прогнозирования цен с помощью рассмотрения графиков движения рынка за предыдущие периоды	Исходными данными являются три вида информации: цена, объем торговли, открытый интерес	Meta Stock, Reuter Technical Analysis, Danalyzer
Нейронные сети	Метод получения оценок и прогнозов, связанный с обработкой больших объемов информации за короткое время в задачах биржевого анализа	Обладают уникальной способностью обучаться на примерах и «узнавать» в потоке противоречивой информации черты ранее встреченных образов и ситуаций	Ward System, Brain Maker Pro
Рейнжинг	Один из методов имитационного моделирования	Положен в основу нового семейства пакетов поддержки принятия решений на основе построения потоковых моделей замкнутых систем	I Think

Продолжение

Наименование программного продукта	Назначение	Краткое описание	Примеры реализации
Генетические алгоритмы	Метод поиска оптимальных решений сложных задач	Решение задач оптимизации неизменно сопровождает любую аналитическую работу. При обработке значительных объемов информации на первое место выходит не столько точность, сколько скорость и эффективность работы оптимизирующего алгоритма. Генетические алгоритмы основаны на эволюционных принципах «селекции» лучших решений	Evolver, Gene Hunter

Использование этого программного обеспечения ускорит разработку и внедрение высокоэффективных АРТ-биржевиков.

Проблема снижения сроков и затрат на разработку конкретного АРТ-сотрудника биржи может быть эффективно разрешена путем создания унифицированного ряда АРТ, в каждом из которых выделено постоянное ядро – типовое АРТ с соответствующим базовым программным обеспечением. Тогда при формировании нового АРТ (например, АРТ-брокера, АРТ-маклера, АРТ-бухгалтерии биржи, АРТ-сотрудника клирингового отдела биржи и т.д.) целесообразно заново создавать лишь отдельные компоненты системы, характерные только для данной конкретной области применения.

Техническое обеспечение. К техническому обеспечению обычно относят собственно персональные ЭВТ и средства коммуникаций между ними.

Под *персональной ЭВТ* понимается электронная вычислительная машина, общедоступная для массового пользователя и универсальная в решениях разнообразных задач.

Требование общедоступности для массового пользователя включает следующие показатели:

- дешевизна ЭВТ для индивидуальных пользователей;
- автономность эксплуатации без специальных требований к условиям окружающей среды;
- «дружелюбность», быстрота в обучении и использовании, обеспечивающие работу неподготовленному пользователю;
- надежность, базирующаяся на высоком уровне интеграции ее компонентов, а также оперативность и качество обслуживания.

Показатель стоимости ПЭВТ при ее приобретении не имеет решающего значения. Гораздо важнее уровень последующего сопровождения, качество программного обеспечения и надежность. Начальные затраты при закупке и расходы на эксплуатацию в течение жизненного цикла ПЭВТ могут различаться в несколько раз за счет дополнения новых аппаратных и особенно программных средств.

Универсальность ПЭВТ в решениях разнообразных задач включает:

- гибкость архитектуры, обеспечивающая ее адаптивность к разнообразным применениям в сфере управления;
- открытость архитектуры, позволяющая производить ее постоянную модернизацию путем введения новых аппаратно-программных средств;
- совместимость ПЭВТ различных производителей на уровне внешнего интерфейса и информационных носителей, обеспечивающая широкий обмен программными продуктами;
- возможность коллективного использования дорогостоящего периферийного оборудования, доступа к банкам данных и взаимного обмена информацией за счет подключения к вычислительным сетям.

Программное обеспечение ПЭВТ, применяемое в системе управления биржей, должно предоставлять сотруднику биржи возможность обработки текстов, проведения табличных вычислений, преобразования информации из одного вида в другой (например, из табличной в графическую), а также организацию баз данных. При этом технология работы на экране должна быть максимально приближена к привычной деятельности пользователя (имитация стола с разложенными документами, работа со стандартными формами документов и т.п.).

Сотрудники биржи, как правило, не обладают профессиональными знаниями в области программирования и обслуживания электронной техники, в этих целях используется оперативная система гарантийного и иного обслуживания ПЭВТ.

Широкое использование ПЭВТ для функционирования биржи, по существу, требует создавать определенный ряд автоматизированных рабочих мест, в которых ПЭВТ и участник биржевой деятельности связаны в комплексный автоматизированный модуль. В этом случае термин «автоматизированный» в известной степени метафора, так как

многие управленческие решения трудно поддаются автоматизации, носят творческий характер и зависят от совокупности объективных и субъективных факторов.

В настоящее время можно говорить об автоматизации в полном объеме только некоторых процедур, базирующихся на программной поддержке обеспечения информационной технологии (текстовые и табличные процессоры, экранные формы, базы данных и т.п.). Даже для технических работников автоматизации поддается только часть их информационных потребностей.

Привычные речевые коммуникации, личные контакты и т.п. по многим, в том числе психологическим, причинам желательно лишь максимально упростить («механизировать»). Поэтому ПЭВТ на рабочем столе участника биржевой торговли должна выполнять скорее функции «высокопроизводительного интеллектуального ассистента» (организация хранения информации – файловой структуры, поиск, сортировка, составление отчетов, воспроизведение данных на экране), нежели автомата организационного управления. Только с учетом такого подхода представляется корректным распространить на конкретную биржевую деятельность понятие автоматизированного рабочего места, так как речь в данном случае идет о персональной поддержке управления.

Защита данных. Одной из важнейших проблем при построении надежной информационной структуры на базе ПЭВТ является обеспечение защиты биржевой информации. Она охватывает как физическую защиту данных и системных программ, так и защиту от несанкционированного доступа к данным, передаваемым по каналам связи. Таким образом, понятие «защита данных» включает вопросы целостности данных и управления доступа к данным (санкционированность) на бирже.

Для наиболее эффективного использования отработанных на практике средств защиты данных, их включение необходимо предусматривать уже на ранних стадиях проектирования системы управления биржевой деятельностью. Организация локальных сетей на биржах имеет и отрицательный момент: все общепринятые процедуры физического ограничения доступа к ПЭВТ становятся неэффективными и центр проблем перемещается в организацию контроля за коллективным использованием данных. При этом для коллективного использования сохраняется и проблема защиты личной информации каждого пользователя сети.

Сохранение целостности данных имеет организационный и технологический аспекты. *Организационный аспект* включает следующие правила:

- носители информации следует хранить в местах, недоступных для посторонних лиц;
- важная информация должна иметь несколько копий на разных носителях;
- защита данных на жестком магнитном диске должна поддерживаться периодическим копированием на гибкие магнитные носители. Частота копирования выбирается из соображений минимизации среднего времени на копирование и на восстановление информации после последнего копирования в случае возникновения дефектов в модифицированной версии;
- данные, относящиеся к различным задачам, целесообразно хранить отдельно;
- необходимо строго руководствоваться правилами обращения с магнитными носителями.

Технологический аспект связан с различными видами ограничений, которые поддерживаются структурой системы управления базами данных (СУБД) и должны быть доступны пользователю. Существуют ограничения:

- обновления определенных атрибутов с целью сохранения необходимых пропорций между их старыми и новыми значениями;
- требующие сохранения значений поля показателя в некотором диапазоне;
- связанные с заданными функциями зависимостями.

Обеспечение санкционированности использованных данных неоднозначно и охватывает в основном вопросы защиты данных от нежелательной модификации или уничтожения, а также от несанкционированного их чтения. Можно выделить три обобщенных механизма управления доступом к данным: идентификация пользователя, посредственная (физическая) защита данных и поддержка прав доступа пользователя к данным с возможностью их передачи.

Наиболее эффективными средствами информационных коммуникаций в техническом обеспечении АРТ-биржевика (АРТБ) в настоящее время являются международные системы Interpet, Reuters, Teletype, а также Российские системы – ИнформТелеКурс и др.

Классификация АРТБ. Можно выделить три класса автоматизированных рабочих мест на бирже:

- АРТ руководства биржи;
- АРТ специалистов биржи;
- АРТ технического и вспомогательного персонала.

Независимо от выделенных классов автоматизированные рабочие места могут существенно отличаться друг от друга по степени «интеллектуальности» – от простейших пакетов прикладных программ (ППП) до самонастраивающихся систем под конкретную область деятельности сотрудников биржи.

Задачи решаемые при этом, можно подразделить на:

- информационно-справочные, сопутствующие, как правило, какому-либо технологическому процессу (например, процесс торгов);
- организационно-экономические, решаемые достаточно независимо друг от друга и не требующие специально поддерживающей базы данных;
- типовые организационно-экономические, информационно связанные между собой, требующие специальных средств организации БД и имеющие определенные алгоритмы поиска в базе данных и обработки этих данных (организация совместных торгов нескольких бирж, организация одновременных торгов нескольких секций и т.п.);
- нетиповые организационно-экономические, ориентированные на соответствующую БД и осуществляющие произвольный поиск данных и их обработке по указаниям пользователя.

Для инструментальной поддержки деятельности любого работника биржи при создании АРТ могут быть использованы различные стандартные и прикладные программные средства. Их состав зависит от функциональных задач и видов работ: административно-организационной, профессионально-творческой и технической (рутинной).

Административно-организационная работа характеризуется большим количеством интуитивных волевых решений на различных уровнях управления. К ней можно отнести: контроль исполнения решений биржевого совета, проведение совещаний и организационных мероприятий на бирже, работу с подчиненными, анализ текущего состояния дел и планирование работы и др.

Профессионально-творческая работа не регламентирована и включает разработку документов, принятие управленческих решений, анализ информации и исследование проблем на математических моделях.

Техническая (рутинная) работа характеризуется высокой степенью регламентации процедур и значительными затратами времени на их исполнение. К такой работе можно отнести: получение, передачу, хранение и печать документальной информации, контроль за движением документов и ведение делопроизводства.

Для автоматизации каждой категории работ персональные ЭВТ оснащены различного рода программными пакетами, обеспечивающими необходимый технологический уровень работы АРТ. Обязательным условием оптимального использования АРТ в любой из указанных выше работ является наличие в нем сервисной системы поддержки работы пользователя, включающие, например, программы самообучения работе на клавиатуре, правила защиты информации и обращения с накопителями на магнитных дисках, технологическое руководство по проведению конкретных видов работ. Система должна отвечать на вопросы пользователя, куда обратиться по обслуживанию, как расширить возможности по АРТ и т.д.

АРТ руководства биржи. Наиболее сложным является вопрос о выборе структуры АРТ руководителя биржи. Рассмотрим два типа структур таких АРТ: распределенная и локализованная.

В случае распределенной структуры АРТ руководства биржи непосредственно у руководителя находится только дисплей, а основная функциональная часть АРТ с дополнительным дисплеем располагается у помощника или секретаря. Руководитель осуществляет тактильное или речевое управление экранной информацией.

Для локализованной структуры АРТ руководства биржи характерна функциональная замкнутость, обеспечивающая автономную работу. При переходе на новую информационную технологию для большинства руководителей бирж, пожалуй, целесообразно выбрать распределенную структуру АРТ.

Из всего многообразия функций руководителя биржи можно выделить две базовые: оперативное управление и принятие решений. Они и определяют некоторые *общие требования к АРТ руководства биржи*:

1. Наличие достаточно развитой базы данных, постоянно пополняемой оперативной и достоверной информацией. К части этой базы должно иметь доступ ограниченное число лиц, а к отдельным ее фрагментам – непосредственно только руководитель соответствующего уровня.

2. Обеспечение руководителю или его непосредственным помощникам оперативного поиска информации в базе данных.

3. Наглядность представления информации в форме, адаптивной к психологическим характеристикам руководителя (графической или цифровой, агрегированной или персонифицированной) при высоком уровне ее интеграции на экране, в том числе данных от различных источников.

4. Наличие диалоговых программных средств обеспечения принятия решений с максимальной адаптацией к конкретным ситуациям.

5. Наличие диалоговых программных средств, регулирующих организаторскую и административную деятельность.

6. Обеспечение оперативной связи с другими источниками информации в пределах организационной структуры биржи и особенно с непосредственными помощниками.

7. Простота работы при повышенной (практически 100%) надежности технических и программных средств.

8. Обеспечение возможности накопления в памяти ЭВТ опыта и решений. Итак, программное обеспечение АРТ руководителя биржи должно содержать как минимум подсистемы обеспечения деловой деятельности (ОДЦ), обеспечения принятия решений (ОПР), обеспечения рутинных работ (ОРР) и обеспечения коммуникаций (ОК). Основное информационное накопление указанных подсистем в распределенной структуре АРТ руководителя биржи производит помощник или секретарь. При этом должны широко использоваться коммуникативные связи их рабочих мест с централизованными базами данных. АРТ руководителя может эффективно функционировать только лишь, если оно опирается по «вертикали» на всю информационную базу руководимой им биржи, включая не только централизованные базы данных, но и локальные информационные базы специалистов.

АРТ специалиста биржи. К специалистам биржи можно отнести сотрудников большинства подразделений биржи, а также брокеров, аккредитованных на данной бирже. Все они являются профессионалами в определенной сфере деятельности, и их автоматизированные рабочие места должны предоставить каждому возможность прежде всего проводить аналитическую и текущую работу, максимально используя всевозможную информацию. Результатом их деятельности, как правило, является документ, составленный специалистом. Подготовка документа включает творческий процесс составления самого документа и технический процесс его оформления. Причем нередко оформление занимает около 40% общего времени разработки документа. Профессиональная ориентация специалиста определяет основные требования к программному и техническому обеспечению АРТ биржевика, а именно:

- возможность работы с персональной и биржевой базами данных;
- возможность ведения коммуникационного диалога с дополнительными источниками информации;
- возможность моделирования анализируемых процессов с учетом накопленного опыта;
- обеспечение высокого уровня многофункциональности и гибкости системы,

Аналогично АРТ руководителя биржи АРТ специалиста биржи должно включать те же подсистемы ОДЦ, ОРР, ОК и плюс подсистему обеспечения профессиональной деятельности (*ОПД*). При этом подсистема ОДЦ содер-

жит, как правило, деловой пакет специалиста (ДПС), обеспечивающий его повседневную деятельность.

Основное назначение этого пакета состоит в совершенствовании организации личной работы специалиста (электронная записная книжка, электронный секретарь, телефонный справочник, калькулятор, электронный планграфик и т.п.). ОПД содержит развитую базу данных, а также набор средств для проведения экономических расчетов и моделирования. База данных АРТ специалиста биржи должна обеспечивать близкий к естественному язык общения, обычно специалисты самостоятельно загружают и сопровождают свою базу данных.

Данные, с которыми работает специалист биржи, в основном имеют документальный (табличный) характер и практически всегда ранжируются по составляющим ее категориям, годам, отраслям, видам товаров, индексам цен, конъюнктуре спроса и предложения и т.д. Весьма полезным в данном случае является включение в состав базы данных биржи стандартных справочников, классификаторов, документов, а также программных пакетов, позволяющих проводить экспертизы, прогнозы, анализы и т.п.

Подсистема ОРР АРТ специалиста биржи по своему составу и назначению аналогична ОРР АРТ руководителя биржи. Отличие состоит в интенсивности использования специалистом системы экранной обработки текстов (ЭОТ), дополненной системой ведения архива. Последняя позволяет создавать и вести архив стандартных текстов, шаблонов, структур и типов документов (образцов). Специалист вместо составления черновиков может воспользоваться необходимым текстом из архива, по которому с помощью системы ЭОТ может быть подготовлен новый документ. Систему ведения архива дополняет и изменяет сам специалист биржи, так как архив является его личным файлом. Использование БД биржи для поиска информации при составлении документов значительно сокращает время рутинных операций и увеличивает время на творческую работу.

АРТ технического работника биржи. Технические работники, как правило, выполняют рутинную работу, требующую определенных профессиональных навыков. Их основными функциями являются:

- ввод информации в память ПЭВТ;
- оформление документов (печать, тиражирование, рассылка и т.д.);
- ведение архивов;
- контроль ежедневного рабочего плана руководителей (секретари, помощники руководителей);
- обработка входящей и исходящей документации;
- контроль исполнительской деятельности.

Все эти функции с высокой степенью эффективности можно автоматизировать, используя АРТ технического работника на базе ПЭВМ. В этом случае обеспечивается не только снижение монотонности и утомительности труда, но и работа становится более разнообразной и интересной, расширяется функциональный диапазон исполнителя.

В общем случае АРТ технического работника является наиболее типовым, т.е., менее зависимым от специфики учреждения, организации. Тассовое производство и распространение таких АРТ может стать одним из основных резервов повышения производительности управленческого труда.

Основное требование к программным и техническим средствам АРТ технического работника состоит в обеспечении максимальной «дружелюбности» и эргономичности: удобное расположение технических средств, высокое качество визуальной информации, простой диалог с подсказками при неправильных действиях пользователя, наличие технических средств для печати и тиражирования документов, возможность ведения архивов и пр.

12.3. АВТОМАТИЗИРОВАННЫЕ СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ БИРЖАТИ

Автоматизированная система управления биржей (АСУБ) предназначена для централизованного сбора, хранения, обработки и представления пользователям информации, необходимой для функционирования центрального и региональных отделений биржи и ее брокерских контор, а также проведения одновременных торгов в различных отделениях биржи. Помимо выполнения биржевых операций АСУБ должна обеспечивать проведение торговых операций с небиржевыми товарами. Пользователями системы являются сотрудники различных служб биржи и брокерских контор, аккредитованные на бирже.

В соответствии с технологией проведения торговых операций на биржах *автоматизации подлежат следующие процессы:*

- деятельность брокерских контор по обслуживанию клиентов и подготовке сопроводительных документов;
- передача заявок от брокерских контор на биржу;
- формирование биржевой ведомости (price list);
- корректировка биржевых ведомостей;
- подготовка документов для регистрации сделок;
- использование электронных табло в ходе торгов;
- передача заявок между региональными отделениями биржи биржевым центром;
- проведение аукциона в ходе одновременных торгов;
- согласование условий предложений между брокерами-продавцами и брокерами-покупателями;
- подготовка и распространение произвольной текстовой информации (писем, документов, уведомлений и т.п.) между отделениями биржи, биржей и брокерскими конторами;
- внутрибиржевая деятельность, включающая создание автоматизированных рабочих мест различных служб биржи (руководства, котировального комитета, маклерской службы и т.п.).

Средства автоматизации значительно упрощают работу биржи, повышают ее оперативность, позволяют увеличить оборот биржевых товаров, число обслуживаемых брокерских контор и т.д. В процессе возрастания объемов торговли, открытия региональных отделений и увеличения количества клиентов биржи становится невозможным проведение многих операций без применения средств автоматизации. В то же время при наличии мощной

вычислительной базы и устойчивых каналов связи представляется возможным по мере развития биржи организовывать качественно новую технологию проведения торговых операций, при которой брокеры, минуя все службы биржи, кроме контролирующей непосредственно со своих АРТ, вводят заявки в базу данных, находят контрагентов, связываются с ними, корректируют свои предложения и заключают сделки, т.е. организуется «электронная биржа».

Структура АСУ биржей. Автоматизированная система управления биржей представляет собой комплекс технических и программных средств, действующих в составе глобальной распределенной вычислительной сети. Общая структура АСУБ показана на схеме (рис. 12.2).

Региональная автоматизированная система управления биржей (РАСУБ) предназначена для автоматизации проведения торговых операций в рамках региона. В состав центральной АСУБ (ЦАСУБ) составной частью входит РАСУБ, обслуживающая данный регион, а также дополнительные средства, обеспечивающие централизованное взаимодействие между регионами и проведение одновременных торгов. РАСУБ представляет собой подсистему, предназначенную для обслуживания собственно биржи и подключенные к ней удаленные подсистемы, ориентированные на обслуживание брокерских контор, а именно АРТ брокеров. Подсистема обслуживания биржи должна иметь выходы на городскую, междугородную и международную линии связи. В подсистеме должна быть предусмотрена возможность взаимодействия с отделениями банка, страхового общества и другими учреждениями, участвующими в деятельности биржи. Внутренняя структура РАСУБ представлена на схеме (рис. 12.3).

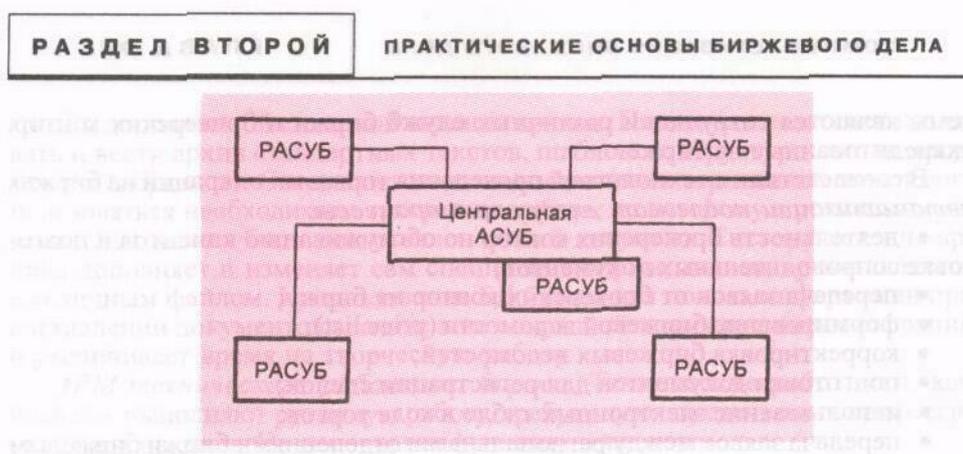


Рис. 12.2. Общая структура АСУБ

По структуре подсистема обслуживания биржи представляет собой локальную вычислительную сеть, объединяющую автоматизированные рабочие места руководства биржи и различных служб биржи.

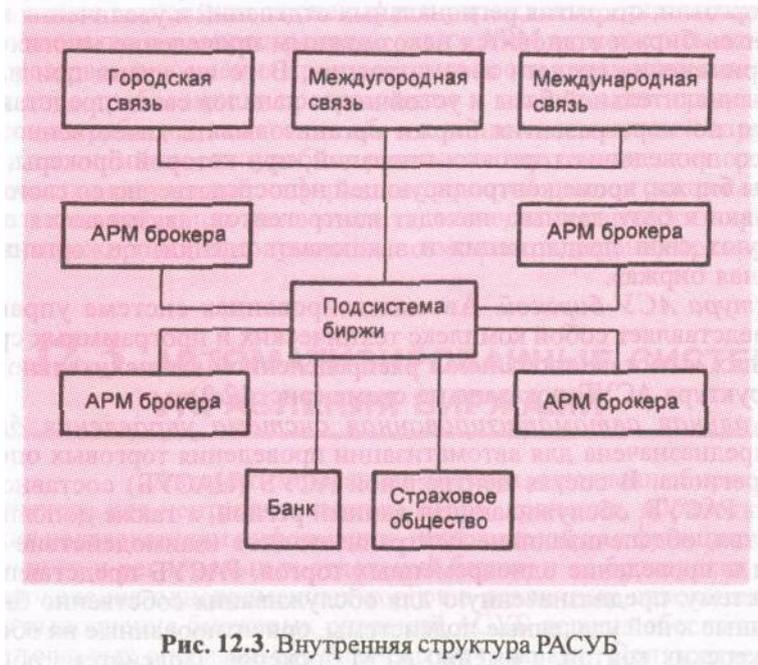


Рис. 12.3. Внутренняя структура РАСУБ

Центральная ЭВТ предназначена для сбора и хранения основных информационных массивов, организации взаимодействия между АРТ служб, связи с другими региональными отделениями и биржевым центром. В рамках подсистемы должна быть предусмотрена возможность отображения информации на электронном табло или другое устройство коллективной визуализации. На каждой ПЭВТ подсистемы может быть реализовано одно или несколько

рабочих мест, функционирующих в различное время. Связь с АРТ брокеров данного региона и региональной (центральной) информационной биржевой системой может осуществляться через центральную и (или) другие ЭВТ, входящие в состав локальной вычислительной сети.

АСУБ состоит из 3 основных подсистем, каждая из которых может функционировать автономно или в составе общей вычислительной сети:

- подсистема связи регионов и проведения одновременных торгов;
- подсистема обслуживания собственно биржи;
- АРТ брокера.
- Подсистемы должны быть построены таким образом, чтобы обеспечить поэтапный ввод их в эксплуатацию. Для этого необходимо предусмотреть следующие возможности каждой подсистемы:
- функционирование независимо от работы других подсистем в автономном режиме;
- включение средств связи с другими подсистемами, не нарушая структуры собственной подсистемы и не перепрограммируя ее;
- подсистема должна быть открытой для расширения ее функциональных возможностей, увеличения потоков информации и подключения новых пользователей.

Подсистема связи регионов и проведения одновременных торгов, составляя единое целое, по функциональному составу может быть разделена на две компоненты. Компонента связи регионов не предъявляет жестких требований к временным характеристикам и обеспечивает выполнение следующих функций:

- передачу заявок на куплю (продажу) из региональных АСУБ в центральную АСУБ;
- накопление информации по заявкам региональных отделений и составление сводной биржевой ведомости в центральной АСУБ;
- рассылку сводной биржевой ведомости из ЦАСУБ в РАСУБ;
- подбор в ЦАСУБ подходящих вариантов по спросу-предложению (на основании накапливаемых в банке данных биржевого центра заявок региональных отделений) и рассылку ответов;
- регистрацию сделок в центральной АСУБ;
- подготовку и передачу произвольной текстовой информации (писем, документов, факскарт и т.д.) между различными РАСУБ, а также между региональными и центральной АСУБ;
- накопление и обработку в ЦАСУБ статистической информации о результатах проводимых торгов и работе региональных отделений.

Компонента проведения одновременных торгов в нескольких отделениях биржи должна работать в режиме реального времени и обеспечивать возможность проведения аукциона, управление которым осуществляется из биржевого центра. Подсистема выполняет следующие функции:

- передачу текущей позиции сводной биржевой ведомости из центральной АСУБ в региональные АСУБ;
- ввод в РАСУБ и передачу в ЦАСУБ информации о предложениях по данной позиции;
- обработку в ЦАСУБ поступивших сведений и получение сводной таблицы по текущей позиции;
- передачу из ЦАСУБ в региональные АСУБ, устанавливаемой ведущим торги цены на товар;
- отображение информации на электронное табло или другое устройство коллективной визуализации;
- информирование региональных отделений о результатах торгов по текущей позиции.

Пользователями подсистемы являются сотрудники биржевого центра и региональных отделений биржи.

Подсистема обслуживания собственно биржи предназначена для автоматизации работы различных служб биржи и выполняет следующие функции в автономном режиме:

- ввод и коррекцию заявок брокерских контор на куплю (продажу) товаров с рабочего места оператора;
- подготовку биржевых ведомостей (по биржевым и небиржевым товарам);
- регистрацию сделок, подготовку документов по заключенным сделкам с автоматизацией расчетов;
- накопление и обработку информации по заключенным сделкам и оплате информационных услуг биржи;
- подготовку уведомлений в адрес брокерских контор о снятии выставленного товара с торгов;
- автоматическую коррекцию базы заявок в соответствии с заключенными сделками и изменением номера торгов;
- ведение нескольких классификаторов товаров (гармонизированного, республиканского, биржевого);
- ввод и обработку регистрационной информации по брокерским конторам;
- подбор подходящих вариантов по спросу-предложению (на основании накапливаемых в базе данных заявок брокерских контор) и формирование ответов;
- ввод, подготовку, накопление и обработку писем и документов;
- накопление и обработку статистической информации по проводимым торгам (объем выставяемой продукции, количество и объем заключенных сделок, номенклатура товаров и т.д.) и работе отдельных брокерских контор за заданный период времени;
- ведение базы котировальных цен;
- отображение информации во время торгов на электронное табло или другое устройство коллективной визуализации.

При работе в составе сети с подключенными по каналом связи АРТ брокеров подсистема выполняет следующие функции:

- рассылку биржевой ведомости по каналом связи в адрес брокерских контор;
- передачу ответов по имеющимся в базе данных предложениям на покупку (продажу) выставленных брокерской конторой товаров;
- передачу в адрес брокерских контор документов и произвольной текстовой информации;

- получение адресованных бирже заявок на куплю (продажу) товаров и внесение их в соответствующую ведомость;
- получение и накопление писем и документов, адресованных бирже.

В состав подсистемы также могут входить автоматизированные рабочие места различных служб биржи, непосредственно не участвующие в проведении торговых операций – АРТ сотрудников отдела кадров, АРТ учета материальных ценностей и т.д.

Автоматизированное рабочее место брокера. АРТ брокера устанавливается в помещении брокерской конторы и предназначается для автоматизации ее работы. АРТ брокера может работать как в автономном режиме, так и в составе вычислительной сети.

В автономном режиме АРТ брокера выполняет следующие основные функции:

- ввод биржевых сводок в базу данных (с накопителя на гибких магнитных дисках или по каналам связи, включая спутниковую);
- автоматизированный подбор вариантов по купле (продаже) товаров в базе данных биржевых сводок;
- ведение базы клиентов брокерской конторы;
- автоматизированную подготовку документов по работе с клиентами и биржей, включая подготовку заявок на куплю (продажу);
- подготовку писем и произвольных печатных документов;
- накопление информации о работе брокерской конторы и ее статистическую обработку
- При подключении по каналам связи к подсистеме обслуживания биржи АРТ брокера обеспечивает:
- передачу заявок на куплю (продажу) по каналам связи в адрес биржи;
- передачу писем и документов в адрес биржи и другим брокерским конторам;
- получение адресованных брокерской конторе писем и документов от биржи и других брокерских контор;
- коррекцию ответов на свои предложения по купле (продаже) товаров и передачу их бирже и (или) другим брокерским конторам.

АРТ брокера может также содержать различные сервисные средства, юридический справочник, справочник организаций, предприятий, брокерских контор и т.п.

Пользователями этой подсистемы являются брокеры, менеджеры и другие сотрудники брокерской конторы.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- *компьютеризация*
- *биржевой торг*
- *новая информационная технология*
- *автоматизированные рабочие места (АРТ)*
- *система управления базами данных (СУБД)*
- *автоматизированная система управления биржей (АСУБ)*

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Перечислите и дайте характеристику основным этапам компьютеризации биржевой деятельности.
2. Что понимают под новой информационной технологией?
3. Дайте характеристику АРТ биржевика и их классификацию.
4. Дайте характеристику СУБД.
5. Что составляет техническое и информационное обеспечения АРТБ?
6. Дайте характеристику АСУБ.



ГЛАВА XIII
ТОРГОВЛЯ ФЬЮЧЕРСНЫМИ КОНТРАКТАМИ
13.1. ПОНЯТИЕ ФЬЮЧЕРСНОЙ ТОРГОВЛИ И ФЬЮЧЕРСНОГО
КОНТРАКТА

Фьючерсная торговля – это форма биржевой торговли биржевым товаром посредством фьючерсных (срочных) контрактов.

Фьючерсный контракт – это стандартный биржевой договор на поставку биржевого актива в указанный в договоре срок по цене, определенной сторонами при совершении сделки.

Фьючерсный контракт стандартизирован по всем параметрам, кроме одного – цены поставляемого товара, выявляемой в процессе биржевых торгов.

Стандартизация фьючерсного контракта включает унификацию следующих основных показателей:

потребительная стоимость товара, его количество и рыночные условия обращения, вид товара, его базисное количество и размеры доплат за отклонение от него, размеры партии товара, условия и сроки поставки, форма оплаты, санкции за нарушение условий контракта, порядок арбитража и др. Во фьючерсной торговле имеют значение лишь вид товара, на который заключается контракт, количество таких контрактов, месяц поставки и, главное, цена данного товара, проставляемая в контракте.

Важной особенностью фьючерсной торговли, вытекающей из ее стандартизации, является обезличенность контракта. Сторонами во фьючерсном контракте выступают не продавец и покупатель, а продавец и Расчетная палата или покупатель и Расчетная палата биржи. Это позволяет продавцу и покупателю действовать независимо друг от друга, т.е. ликвидировать свои обязательства по ранее оформленному контракту путем совершения обратной сделки.

Круг объектов фьючерсной торговли очень широк. Поскольку торговля фьючерсными контрактами – это лишь биржевая операция с биржевыми договорами, а не с самими товарами, то их основой может быть не только товар как некое материальное благо, а вообще любой объект торговли, например различные ценные бумаги. Но раз объектом торговли являются контракты, то можно торговать и контрактами на контракты, контрактами на группы контрактов и т.д. Естественным ограничителем указанного процесса является связь с рынком реального товара, реального капитала и т.д.

Понимание фьючерсного контракта лучше всего достигается при его сравнении с форвардным контрактом. Фьючерсные контракты относятся к классу соглашений о будущей покупке.

Фьючерсные контракты – это те же форвардные контракты, но обладающие рядом дополнительных свойств или отличительных особенностей.

Во-первых, это биржевые контракты, заключение которых происходит только на биржах, в то время как форвардные контракты заключаются на внебиржевом рынке. Каждая биржа самостоятельно разрабатывает фьючерсные контракты, на которые заключаются сделки.

Во-вторых, это стандартные контракты не только по типовой форме, но и по содержанию. Форма форвардного контракта в какой-либо конкретной сфере деятельности является обычно типовой, но все конкретные условия контракта по количеству первичного актива, его качественным характеристикам и т.д. оговариваются между сторонами сделки при ее заключении. Фьючерсный контракт стандартизирован по всем его параметрам, кроме одного – цены. Он унифицирован по потребительской стоимости первичного актива, лежащего в его основе, по его количеству, месту и сроку поставки, срокам и форме расчетов, штрафным санкциям и арбитражу и т.п.

В-третьих, исполнение и все расчеты по фьючерсному контракту гарантированы биржей и расчетным органом, обслуживающим данную биржу, – Расчетной (Клиринговой) палатой, благодаря наличию крупного страхового фонда, обязательного механизма гарантийного залога (маржи) и удвоению в процессе регистрации заключенного в ходе биржевых торгов фьючерсного контракта в Расчетной палате как контракта между покупателем первичного актива и Расчетной палатой как продавцом и как контракта между продавцом первичного актива и Расчетной палатой как покупателем,

В-четвертых, форвардный контракт заключается для того, чтобы купить (продать) первичный актив, и невыполнение этого контракта может обернуться крупными штрафными санкциями для нарушителя контракта. Фьючерсный контракт, благодаря механизму возможного досрочного прекращения обязательств по нему любой из его сторон, имеет своей целью не куплю-продажу первичного актива, а получение прибыли (дохода) от сделок на фьючерсном рынке. Он является преимущественно спекулятивным.

В-пятых, форвардные контракты могут заключаться на любые первичные активы фондового рынка, фьючерсные контракты имеют в основе ограниченный круг таких первичных активов, главной чертой которых является непредсказуемость изменений цен и их основополагающий характер.

Основные отличия фьючерсных контрактов от форвардных и других не биржевых видов контрактов приведены в табл. 13.1.

Итак, отличительными чертами фьючерсного контракта являются:

а) биржевой характер, т.е. это биржевой договор, разрабатываемый на данной бирже и обращающийся только на ней;

б) стандартизация по всем параметрам, кроме цены;

в) полная гарантия со стороны биржи того, что все обязательства, предусмотренные данным фьючерсным контрактом, будут выполнены;

г) наличие особого механизма досрочного прекращения обязательств по контракту любой из сторон.

Таблица 13.1

Характеристики контракта	Фьючерсный контракт	Форвардный контракт
1. Количество актива по контракту	Устанавливается биржей. Можно торговать только целым числом контрактов	Меняется в зависимости от потребностей покупателя (продавца)
2. Количество актива	Определяется биржевой спецификацией	Варьируется в соответствии с конкретными запросами потребителя
3. Поставка	В формах, установленных биржей. Лишь несколько процентов от общего числа контрактов заканчивается поставкой	Поставляется актив, лежащий в основе контракта. Поставка осуществляется по каждому контракту
4. Дата поставки	Поставка разрешена на даты, установленные биржей	Любая
5. Ликвидность	Зависит от биржевого актива. Обычно очень высокая	Часто ограничена. Рынок может иметь место только для одного покупателя
6. Риск	Минимален или отсутствует по зарегистрированному биржей фьючерсному контракту	Присутствуют все виды рисков. Уровень зависит от кредитного рейтинга клиента
7. Маржа (гарантийный залог)	Обычно требуется	Обычно отсутствует
8. Регулирование	Регулируется биржей и соответствующими государственными органами	Малорегулируемый

Стандартизация фьючерсного контракта делает его неизменным во всех сделках между различными продавцами и покупателями, заключаемых на протяжении всего срока его существования.

Стандартизация фьючерсного контракта имеет следующие достоинства:

- резкое ускорение процесса заключения сделки;
- увеличение количества заключаемых сделок;
- упрощение расчетов по сделкам;
- привлечение к биржевой торговле круга лиц и организаций, не располагающих самим биржевым активом;
- осуществление торговли в упрощенной форме путем ссылки на типовой контракт (без оформления самих контрактов).

Стандартизация количества биржевого актива, на которое заключается фьючерсный контракт, позволяет каждой стороне сделки заранее знать, сколько актива подлежит купле-продаже. Например, фьючерсный контракт на 5000 долл. США означает куплю-продажу именно 5000 долл., а не 6000 долл. или 4000 долл. В результате биржевая торговля фьючерсными контрактами сводится к «торговле» целым числом контрактов, а не является торговлей какими-то количествами биржевого актива. Если вам требуется продать 20000 долл., то это означает необходимость продать четыре (пятитысячных) контракта. Но это же означает, что невозможна биржевая торговля количествами актива, не кратными по отношению к установленной его стандартной партии.

Гарантированность фьючерсного контракта достигается, с одной стороны, наличием крупного страхового (резервного) фонда денежных средств, а с другой – принятием биржей (Расчетной палатой биржи) на себя обязательств быть продавцом для всех покупателей контрактов и быть покупателем для всех продавцов контрактов. Иначе говоря, каждый фьючерсный контракт между продавцом и покупателем как бы преобразуется в два новых контракта между биржей (Расчетной палатой) и покупателем и между биржей (Расчетной палатой) и продавцом.

Любой фьючерсный контракт имеет ограниченный срок существования (например, три месяца). В соответствии с этим по фьючерсному контракту заранее известно, когда наступает последний день торговли этим контрактом и до какого времени в течение этого дня ведется торговля. Вслед за последним днем торговли наступает день (дни) исполнения этого контракта, т.е. поставка актива и окончательные денежные расчеты по нему. Поскольку в каждый торговый день на бирже обычно ведется торговля фьючерсными контрактами с разными месяцами исполнения (поставки), постольку существует специальный биржевой календарь на один, два и даже три года вперед, в котором четко обозначены дни исполнения (поставки) по всем торгуемым фьючерсным контрактам.

Фьючерсный контракт, заключенный с целью поставки по нему какого-либо биржевого актива, по сути есть *форвардный контракт*. Фьючерсный контракт имеет своей целью получение положительной разницы в ценах от операций по его купле-продаже. В этом смысле фьючерсный контракт – это всегда контракт на разность в ценах, а не

на куплю-продажу биржевого актива. Из этого постулата следуют важные выводы.

Во-первых, не обязательно, чтобы в основе фьючерсного контракта лежал бы какой-то реально существующий актив, как-то: товар, акция, облигация. В основе фьючерсного контракта может быть любой абстрактный актив, например число, удовлетворяющее требованию тесной связи с соответствующим рынком. Такими числами могут быть: цена, индекс цен, процентная ставка (процент), валютный курс, их всевозможные комбинации и т.п.

Во-вторых, фьючерсный контракт – это финансовый инструмент, инструмент рынка капиталов, а сам рынок фьючерсных контрактов – это часть рынка капиталов. Фьючерсные контракты – один из наиболее адекватных современному рыночному хозяйству механизмов перелива капиталов с точки зрения объемов финансовых средств и сроков их оборота.

В-третьих, поскольку игра на разность в ценах лишь в малой степени связана с национальными границами, то фьючерсный контракт быстро превратился в международный финансовый инструмент.

В-четвертых, фьючерсный контракт – это современный инструмент быстрого выравнивания цен, погашения их колебаний на разных рынках, инструмент «мгновенного» усреднения денежного спроса без изменения текущего предложения. Благодаря наличию фьючерсных рынков далеко не каждое изменение на рынке денежных капиталов оказывает прямое влияние на производство и обращение реальных активов и тем самым увеличивается общая устойчивость рыночной экономики.

В момент своего заключения фьючерсный контракт является обычным договором, форвардным контрактом. Если фьючерсный контракт «доживает» до окончания срока его действия и по нему осуществляется поставка, т.е. купля-продажа лежащего в его основе актива, то он опять существует как обычный форвардный контракт на поставку этого актива через обусловленный срок времени. Собственно фьючерсным контрактом он является в промежутке времени между его заключением и исполнением.

13.2. ИСТОРИЯ И ПРИЧИНЫ ВОЗНИКНОВЕНИЯ ФЬУЧЕРСНОЙ ТОРГОВЛИ

Фьючерсная торговля возникла из биржевой торговли реальным товаром. Первоначально биржа была просто местом, где заключались крупнооптовые товарные сделки с наличным биржевым товаром, с поставкой покупателю немедленно или в ближайший срок. Параллельно этому процессу шло развитие торговли товарами или их образцами, выставляемыми на биржу, с поставкой их через определенный срок (обычно исчисляемый месяцами). В последнем случае товар либо был уже произведен, либо его еще только предстояло произвести. В отличие от торговли товаром с немедленной поставкой торговля с поставкой через определенный срок требует, чтобы договаривающиеся стороны решали и конкретные вопросы о качестве будущего товара, размерах поставляемых партий и т.д.

Сделки, заключенные со сроком поставки на будущее, в отличие от контрактов с немедленной поставкой товаров требуют более четкой стандартизации и гарантирования их исполнения. Иначе говоря, по мере развития крупной промышленности и вытекающих из этого требований возникла необходимость общественно-приемлемой стандартизации товарных сделок, с одной стороны, и гарантирования их исполнения – с другой. Если стандартизация сделок облегчает их заключение, а значит, ведет к увеличению торгового оборота, то гарантирование требует наличия организации, которая берет на себя указанную задачу. Эту задачу успешно выполняют биржи, которые проводят большую работу по стандартизации условий заключаемых сделок и являются гарантами их исполнения.

Система гарантирования исполнения сделок развивалась в двух направлениях. С одной стороны, биржи создавали страховые, гарантийные запасы биржевых товаров, а с другой – широкое развитие получил механизм перепродажи ранее заключенных биржевых контрактов, позволявший продавцу или покупателю вместо отказа от исполнения биржевого договора (в силу определенных экономических условий) продать свое договорное обязательство или купить новое. Последнее обстоятельство путем эволюции привело к разработке стандартных биржевых договоров с поставкой товара на срок и их обращению как самостоятельных объектов биржевой торговли.

Основная причина и необходимость развития фьючерсной торговли состоят в том, что последняя обеспечивает снятие тех ограничений, которые имеет торговля непосредственно биржевым товаром. Сам товар как материальное благо несет ограничения для развития биржевой торговли. Избавиться от них можно путем организации торговли не самим товаром, а лишь правами на него, т.е. фьючерсными контрактами. Купля-продажа товаров на бирже уступает место биржевому обороту фьючерсных контрактов, связь которых с рынком реального товара носит в основном косвенный характер, так как лишь несколько процентов от общего числа контрактов заканчиваются реальной поставкой товара. Косвенная же связь состоит в том, что владельцы контрактов постоянно продают и покупают их в соответствии с влиянием меняющейся рыночной конъюнктуры на их коммерческую или иную деятельность.

Фьючерсная торговля появилась во второй половине XIX в. Ее возникновение и развитие связаны с тем, что она позволила снизить риск неблагоприятных колебаний цен на обращение капитала, уменьшить размер резервного капитала, требуемого на случай неблагоприятной конъюнктуры, ускорить возврат в денежной форме авансированного капитала, удешевить кредитную торговлю, снизить издержки обращения. Торговлю на фьючерсной бирже по сравнению с биржей реального товара отличают преимущественно фиктивный характер сделок (лишь несколько процентов сделок завершаются поставкой товара, а остальные – выплатой разницы в ценах); в основном косвенная связь с рынком реального товара через хеджирование; полная унификация всех условий контрактов, кроме цены и срока поставки; обезличенность сделок, так как они регистрируются не между отдельным покупателем и продавцом, а между ними и Расчетной палатой.

Сделки на фьючерсной бирже заключаются как на товар, так и на валюты, индексы акций, процентные ставки и т.д. Объем операций на фьючерсной бирже, как правило, во много раз превышает размеры торговли реальными

товарами.

Основными товарами, сделки с которыми заключаются на фьючерсных биржах, являются зерновые, маслосемена, масла, нефть и нефтепродукты, драгоценные и цветные металлы, хлопок, сахар, кофе, какао-бобы, живой скот.

13.3. ЦЕЛИ ФЬЮЧЕРСНОЙ ТОРГОВЛИ

Цели фьючерсной торговли следует рассматривать с позиции биржи и с точки зрения хозяйства в целом.

С позиции биржи фьючерсная торговля – это результат естественной эволюции развития биржевой торговли в условиях рыночного хозяйства, т.е. в процессе постоянной конкурентной борьбы различных типов рыночных посреднических структур. Благодаря большим преимуществам перед торговлей реальным товаром фьючерсная торговля позволила биржам выжить в условиях становления рыночной экономики, зарабатывать и накапливать капиталы для своего существования и развития. Иначе говоря, цель, которую преследовали биржи, развивая фьючерсную торговлю, состоит в получении доходов в размерах, необходимых для существования в рыночной среде.

Эту задачу биржи могли реализовать только в том случае, если она отвечала определенным потребностям рыночного хозяйства в целом на конкретных этапах его развития.

С точки зрения рыночного хозяйства целью фьючерсной торговли является удовлетворение интересов широких кругов предпринимателей в страховании возможных изменений цен на рынке реального товара, в их прогнозировании на ведущие сырьевые и топливные товары, а в конечном счете в получении прибыли от биржевой торговли.

Возможность прогнозирования цен в рыночной экономике вытекает из высокого уровня развития и обобществления производства, его международной интеграции. Фьючерсная биржевая торговля, основываясь на указанных предпосылках, создает механизм такого рыночного прогнозирования цен. Товар еще не создан (не выращен, не добыт), а цены на него через куплю-продажу фьючерсных контрактов уже имеются и живут реальной жизнью, подвергаясь влиянию всех происходящих в окружающем мире процессов.

Возможность страхования изменений цен на рынке реального товара появляется благодаря тому, что фьючерсный рынок обособлен от рынка реальных товаров. Эти рынки отличаются составом участников, местом торговли, уровнем и динамикой и т.д.

13.4. МЕХАНИЗМ БИРЖЕВОЙ ФЬЮЧЕРСНОЙ ТОРГОВЛИ

Основными элементами механизма биржевой фьючерсной торговли являются:

- организация биржевой торговли фьючерными контрактами;
- порядок расчетов и порядок ликвидации фьючерсных контрактов;
- организация исполнения фьючерсных контрактов.

Торговля фьючерсным контрактом начинается с подачи клиентом заявки представителю брокерской фирмы, торгующей на бирже. Форма заявки может быть письменной или устной в зависимости от того, является ли клиент постоянным или непостоянным для данной формы, имеется ли договор между клиентом и фирмой на оказание ему биржевых услуг. Заявка включает данные о товаре, сроке поставки, количестве контрактов и цене. Относительно цены клиент оговаривает либо ее пороговые значения, либо дает приказ купить (продать) контракты по текущей биржевой цене.

Представитель брокерской фирмы передает заявку (обычно по телефону) или непосредственно в биржевой зал брокеру, работающему на данную фирму, или в свой информационный центр, если время работы биржи уже закончилось.

Биржевой брокер в процессе торгов выкрикивает свой заказ на куплю (продажу) контрактов: предлагаемую им цену и их количество. В свою очередь, другие брокеры, получившие заказ на продажу (куплю) этого же вида контрактов, предлагают свою цену. При совпадении цены покупки и цены продажи сделка считается заключенной и немедленно регистрируется биржевыми системами. После окончания биржевых торгов брокеры проверяют реквизиты заключенных сделок, затем эта информация по цепочке в обратном направлении доводится до клиентов.

В соответствии с имеющейся практикой заключение фьючерсного контракта в положении покупателя реального актива называется «покупкой» фьючерсного контракта, а в положении продавца реального актива – «продажей» фьючерсного контракта. Соответственно «покупатель» фьючерсного контракта – это лицо, являющееся покупателем в заключенном контракте, а «продавец» фьючерсного контракта – это лицо, являющееся продавцом в этом же контракте.

«Купить» фьючерсный контракт – это значит взять на себя обязательство принять от биржи первичный актив (например, определенные облигации), когда наступит срок исполнения фьючерсного контракта, и уплатить по нему бирже в соответствии с порядком, определенным для данного контракта, т.е. в конечном счете по цене, установленной в момент покупки контракта.

«Продать» фьючерсный контракт – это значит принять на себя обязательство поставить (продать) бирже первичный актив, когда наступит срок исполнения фьючерсного контракта и получить за него от биржи соответствующие денежные средства согласно цене продажи этого контракта.

Каждый покупатель или продавец фьючерсного контракта может в любой момент до истечения срока действия данного фьючерсного контракта ликвидировать свои обязательства по нему путем заключения сделки, противоположной ранее сделанной, или офсетной сделки. Например, если куплен контракт А с такой-то датой исполнения, то для досрочной ликвидации этого контракта необходимо его продать, не дожидаясь наступления срока

окончания этого контакта, и наоборот.

Обратная, или офсетная, сделка в торговле фьючерсными контрактами -это сделка, противоположная ранее заключенной сделке по такому же контракту с тем же сроком исполнения.

Первоначальная покупка или первоначальная продажа фьючерсного контракта называется открытием позиции. При этом покупка контракта называется открытием длинной позиции, а продажа контракта – открытием короткой позиции. Пользуясь такой терминологией, обратную, или офсетную, сделку можно определить как закрытие ранее открытой позиции.

Порядок расчетов во фьючерсной торговле имеет достаточно сложный характер. Татериальной базой, сердцевиной всех расчетов по фьючерсным контрактам выступает Расчетная палата или расчетный центр, являющийся ключевым техническим звеном в организации фьючерсной торговли. Расчетная палата призвана обеспечивать финансовую устойчивость рынка фьючерсных контрактов, защиту интересов клиентов, контроль за биржевыми операциями. Расчетная палата выступает как третья сторона в сделках по всем контрактам, т. е. покупатели и продавцы принимают на себя финансовые обязательства не друг перед другом, а перед Расчетной палатой. Будучи участником любой сделки, она принимает на себя ответственность в качестве гаранта. Расчетная палата:

- регистрирует в результате биржевых торгов сделки;.
- определяет и взимает залоговые суммы по заключенным фьючерсным контрактам;
- определяет и перечисляет суммы выигрышей и проигрышей членов Расчетной палаты при отклонении текущей биржевой цены от контрактной, при этом выигрыш одного клиента является проигрышем другого клиента в такой же величине;
- осуществляет ликвидацию взаимопогашающихся контрактов и расчеты по ним;
- организует исполнение фьючерсных контрактов;
- гарантирует исполнение фьючерсных контрактов.

Члены Расчетной палаты – это обычно брокерские фирмы, торгующие на бирже. Если брокерская фирма по какой-либо причине не является членом Расчетной палаты, то ее расчеты по биржевым сделкам может осуществлять только кто-либо из членов Расчетной палаты по договору на обслуживание с этой брокерской фирмой.

Расчетная палата представляет собой либо структурное подразделение биржи, либо самостоятельную коммерческую организацию, основанную биржей или группой бирж. Как правило, она обслуживает расчеты по фьючерсным контрактам сразу нескольких бирж, ибо в этом случае возрастает число ее клиентов – брокерских фирм – членов палаты, а значит, растут и обороты, прибыли, резервные и страховые фонды, повышается устойчивость цен во фьючерсной торговле отдельными видами контрактов при неблагоприятных изменениях рыночной конъюнктуры.

Все члены Расчетной палаты открывают в ней свои счета, с помощью которых осуществляются мгновенные расчеты между брокерской фирмой и биржей, между брокерской фирмой и Расчетной палатой, между брокерскими фирмами по купле-продаже контрактов.

Доход биржи обычно состоит из взимаемого сбора за каждый проданный (купленный) контракт в абсолютной величине (например, 10 руб. за 1 контракт) независимо от стоимости товара, продаваемого по контракту. Так как количество обращающихся контрактов составляет миллионы и десятки миллионов, то и доходы биржи измеряются миллионами.

Расчетная палата регистрирует заключенный на торгах фьючерсный контракт как двойное обязательство:

- а) продавца поставить товар бирже;
- б) покупателя принять товар от биржи и оплатить его.

При регистрации контракта каждая из сторон сделки вносит на специальный счет Расчетной палаты залоговую сумму со своего расчетного счета, размер которой устанавливается биржей с учетом рыночных характеристик товара, на который заключен фьючерсный контракт.

В свою очередь, брокерские фирмы взимают со своих клиентов указанные залоговые суммы в порядке, предусмотренном их договорами с клиентами на обслуживание.

Каждый следующий день биржевой торговли размер залоговых сумм может изменяться, если цена заключенного контракта начинает отклоняться от биржевой цены на момент окончания торгов. В этом случае Расчетная палата производит перерасчет залоговых сумм своих членов, а они в первую очередь осуществляют перерасчет с их клиентами.

Владелец контракта, желающий отказаться от выполнения своих обязательств по нему до истечения срока действия контракта, должен совершить противоположную операцию: купить контракт, если до этого он его продал, или продать контракт, если до этого он его купил, уплатив или получив разницу между ценами контрактов.

Биржевые торги фьючерсными контрактами с поставкой товара на определенную дату прекращаются за несколько дней до наступления срока поставки. В этом случае каждая из сторон, заключивших контракт, обязана выполнить все условия заключенной сделки, т.е. обоюдное исполнение контракта обязательно и контролируется биржевыми правилами.

Поставщик согласно имеющемуся биржевому контракту обязан поставить товар (если речь идет о товарном фьючерсе) потребителю, определяемому соответствующим органом биржи из числа участников фьючерсной торговли с противоположной позицией. Указанный потребитель обязан оплатить поставку в соответствии с ценой, зарегистрированной во фьючерсном контракте.

Нарушение обязательств по фьючерсной торговле одной из сторон влечет крупные штрафные санкции, а исполнение обязательств гарантируется биржей за счет ее страховых запасов или фондов.

Биржа торгует сразу несколькими (иногда десятками) видами товаров на основе заключения фьючерсных контрактов. Для каждого товара отводятся свое место и время.

Заключение сделок на биржевых торгах в условиях стабильной рыночной экономики облегчается тем, что

обычно разрыв между предлагаемыми продажной ценой и ценой покупки составляет десятые доли процента.

Сделка, заключенная в процессе биржевых торгов, тут же фиксируется специальными служащими биржи и высвечивается на электронное табло, далее она регистрируется и поступает в расчетную систему.

Порядок регистрации сделок на каждой бирже организован в соответствии с нормами и правилами конкретной биржи и может отличаться от документооборота других бирж. При обработке документации большое значение имеет уровень ее компьютеризации; чем он выше, тем меньше бумажный документооборот. Одной из лучших считается такая организация документооборота, при которой служащие биржи регистрируют контракт сразу в компьютере, а брокеры – продавцы и покупатели заносят в его память необходимые реквизиты сделки и просто проверяют правильность исходных данных. Дополнение реквизитами первоначальных (взятых с биржевых торгов) данных о сделке означает ее подтверждение каждой из сторон.

В ряде случаев биржи разных регионов или даже стран сотрудничают, согласуя время проведения торгов. Томент окончания биржевого торга одной биржи является его началом на другой бирже, обеспечивая непрерывность проведения торговли.

Брокеры, работающие в биржевом зале, обычно делятся на две группы. Первые заключают сделки по поручению клиентов: продают и покупают для них фьючерсные контракты. Комиссионное вознаграждение клиенты уплачивают по договору обслуживающей их брокерской фирме.

Вторая группа брокеров совершает сделки для своих брокерских фирм, т.е. работает в качестве дилеров. Пользуясь непосредственным присутствием в биржевом зале (месте торгов) во время торгов, они имеют временное преимущество перед клиентами биржи, находящимися за ее пределами. Дилеры покупают или продают контракты от своего имени и держат их в течение нескольких минут или даже секунд, используя любые, самые небольшие колебания цен для получения ежедневных доходов. Хотя подавляющая масса фьючерсных контрактов ликвидируется до момента их исполнения, в чем собственно и состоит суть фьючерсной торговли, нацеленной на получение прибыли от сделок по фьючерсным контрактам, некоторая их часть подлежит исполнению (обычно несколько процентов от общего числа заключенных контрактов). Исполняемый фьючерсный контракт – это по сути уже форвардный контракт, гарантируемый биржей.

Теханизм исполнения фьючерсного контракта строго регламентируется биржей и в большой степени отражается в самом фьючерсном контракте. Тестом поставки товара по фьючерсному контракту (или местом получения) обычно являются складские мощности соответствующего типа (например, оператор), с которыми у биржи заключены договоры, предусматривающие выполнение всех требований завершающего этапа фьючерсной торговли. Сами условия поставки товаров аналогичны правилам поставки продукции, применяемым в России. Расчеты за поставку товаров могут осуществляться непосредственно между продавцом и покупателем, минуя Расчетную палату.

Формы расчетов зависят от их применения в данной стране. Обычно это расчеты чеками. Биржи очень внимательно относятся к выбору места поставки (получения) товара, ибо это является гарантией исполнения фьючерсного контракта. Большое внимание уделяется месторасположению складских мощностей, их финансовому состоянию, уровню расценок за услуги, качеству их исполнения, четкости работы персонала и т.д.

13.5. ПОРЯДОК ЗАКЛЮЧЕНИЯ И ИСПОЛНЕНИЯ СДЕЛОК НА КУПЛЮ-ПРОДАЖУ ФЬЮЧЕРСНЫХ КОНТРАКТОВ

Каждая биржа, организующая куплю-продажу фьючерсных контрактов, вправе установить свой порядок их заключения и исполнения согласно биржевому законодательству конкретной биржи.

Технологический процесс купли-продажи фьючерсных контрактов условно можно разделить на ряд последовательных этапов. Порядок заключения и исполнения сделок по фьючерсным контрактам представлен на рис. 13.1.

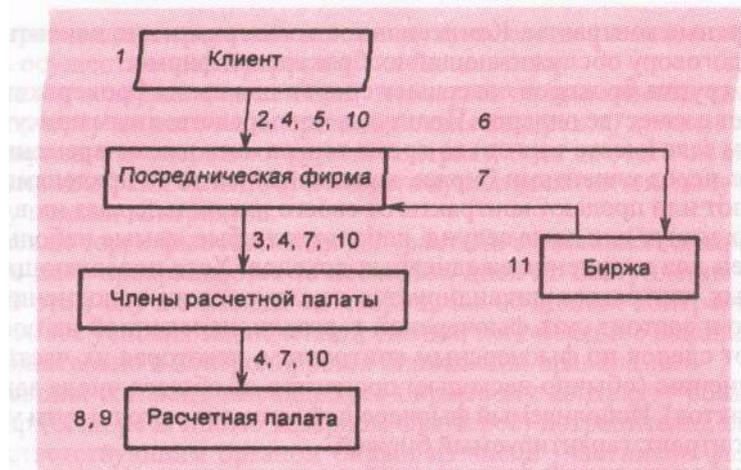


Рис. 13.1. Порядок заключения и исполнения сделок по фьючерсным контрактам

1. Решение клиента. Клиент оценивает ликвидность рынка фьючерсных контрактов, т.е. их свободную и быструю куплю-продажу, определяет расходы, связанные с осуществлением купли-продажи, а именно внесение маржи, комиссионные сборы, взимаемые за проведение сделок и их регистрацию, оплата посредников, налоги. После

этого клиент принимает решение о купле-продаже фьючерсных контрактов, т.е., об участии во фьючерсных торгах.

2. Заключение договора на брокерское обслуживание. Клиент устанавливает договорные отношения с фирмой, являющейся посредником на фьючерсном рынке. Тежду ними заключается договор на брокерское обслуживание. В соответствии с договором клиент доверяет посреднической фирме:

- заключать сделки на куплю-продажу фьючерсных контрактов от имени и за счет клиента (или в иной разрешенной законом форме);
- осуществлять через члена Расчетной палаты все расчеты, связанные с куплей-продажей фьючерсных контрактов за счет средств клиента;
- оформлять от имени клиента все необходимые документы на фьючерсном рынке.

Согласно договору на обслуживание стороны подтверждают, что осведомлены о риске, с которым связана деятельность на фьючерсном рынке, и не будут иметь претензий друг к другу в случае возможных убытков. В мировой практике клиент подписывает специальный документ «Уведомление о риске», в котором он принимает на себя риск потери суммы, выделенной им на фьючерсную торговлю при неблагоприятном для него изменении цен на объект контракта.

Договором также определяются права и обязанности сторон, т.е. клиента и посреднической фирмы, срок действия договора и условия его прекращения, порядок исполнения поручений клиента, осуществление расчетов, ответственность сторон и порядок рассмотрения споров, а также указываются реквизиты обеих сторон.

3. Заключение договора на обслуживание с членом Расчетной палаты. Посредническая фирма устанавливает договорные отношения с членом Расчетной палаты при помощи заключения соответствующего договора. Обычно посредническая фирма имеет указанный договор на длительное время и не перезаключает его для каждого нового клиента.

4. Средства резервирования фьючерсной торговли. Клиент вносит денежные средства, необходимые для совершения фьючерсных сделок и выступающие в качестве гарантии их выполнения, которые и являются «средствами резервирования фьючерсной торговли». Клиент предоставляет денежные средства члену Расчетной палаты через посредническую фирму.

Средства резервирования фьючерсной торговли должны быть достаточными для покрытия первоначальной маржи, оплаты комиссионных сборов и услуг.

5. Заказ клиента. Чтобы биржевой посредник выполнил задание клиента, последний должен предоставить ему заявку на выполнение определенных операций в процессе биржевых торгов. В практике биржевой торговли такие заявки называются торговыми поручениями. Они должны содержать точные указания, касающиеся вида сделки (покупка или продажа), количества контрактов, срока и формы поставки, формы оплаты, даты и количества торгов, условий относительно цены. Точное значение цены, как правило, не устанавливается, а дается лишь указание, в соответствии с которым цену определяет брокер в ходе биржевых торгов. При исполнении торговых поручений брокер должен руководствоваться правилами биржевой торговли, действующими на данной бирже. В мировой практике используются разнообразные виды торговых поручений. При организации фьючерсных торгов наибольшее применение имеют следующие виды торговых поручений:

- купить или продать по биржевой (рыночной) цене. На бланке заявки цена не ставится;
- купить или продать по «наилучшей цене дня» – исполняется по самой низкой для покупки и самой высокой для продажи цене по результатам сессий биржевого дня (как правило, после завершения биржевого торга);
- купить или продать по определенной цене. Выполняется брокером сразу же после получения или в тот момент, когда цена достигнет заданного уровня.

6. Выполнение заказа. Заказ выполняется либо в процессе торга на бирже, либо во время между биржевыми сессиями (керб). В первом случае цена влияет на цену закрытия, а во втором – она не учитывается при коти-ровке.

7. Сведения о прошедших торгах. Биржа передает сведения о заключенных фьючерсных сделках в соответствующие информационные системы, которые распространяют котировки цен по всему миру.

8. Расчеты по сделкам. Указанные расчеты осуществляются Расчетной палатой, механизм работы которой был рассмотрен выше.

9. Пересчет по марже. Сведения об изменении маржи сообщаются к концу биржевого дня, по истечении которого начинают действовать новые ставки маржи. Срок их действия – до очередного изменения ставок маржи. Ее перерасчет происходит на основании ставок первоначальной маржи.

10. Довнесение средств по маржевым платежам. На основании перерасчетов по марже и установления действия новых ее ставок клиент обязан довести через посредническую фирму и члена Расчетной палаты на клиринговый счет определенную сумму для обеспечения дальнейшей работы на рынке фьючерсных контрактов. Эта сумма называется переменной маржей.

11. Поставка по фьючерсному контракту. Несмотря на фиктивный характер сделок фьючерсной торговли, иногда по фьючерсным контрактам все же происходит поставка товара.

В мировой практике биржевой торговли различают два типа поставки товара: первичную и вторичную. Первичная поставка – это поставка товара на склад биржи или получение товара с биржевого склада. Вторичная поставка имеет место в тех случаях, когда одна и та же партия товара без изъятия со склада биржи вновь поставляется по биржевому контракту в течение того же месяца. Доля таких поставок составляет 20-40% на биржах. На большинстве бирж продавец может поставить только товар, находящийся на официальных ее складах, в сейфах зарегистрированных банков, с заводов, получивших соответствующий сертификат. Качество такого товара должно быть удостоверено специальным сертификатом и соответствовать требованиям, установленным в биржевом контракте. К поставке разрешена обычно лишь часть сортов товаров, поступающих в каналы международной торговли. Кроме того, продавец должен представить сведения о поставляемой партии товара:

- вид транспорта, на котором доставлен товар;

- страна происхождения;
- число мешков, кип, коробок и т.п.;
- утвержденный биржей склад хранения товара;
- дата поставки товара на склад;
- общий вес партии;
- дата перевешивания;
- номер варранта;
- дата взятия образцов и т.д.

Также продавец должен послать покупателю через Расчетную палату нотис, т.е. извещение о поставке. В каждом нотисе сообщаются цена, дата контракта, время получения нотиса расчетной палатой и время его передачи покупателю биржевого контракта. После предъявления нотиса в Расчетную палату его уже нельзя ни изъять, ни заменить без согласия покупателя или решения арбитражного комитета. Все нотисы, прошедшие Расчетную палату, в обязательном порядке принимаются покупателями к исполнению. Затем покупатель обязан в течение определенного времени оплатить товар наличными в полном размере. При внесении платежа в Расчетную палату покупатель получает варрант, или складское свидетельство, – документ, дающий право собственности на товар на биржевом складе. Продавец должен оплатить все расходы, соответствующие условиям поставки в течение установленного периода с даты выставления нотиса.

13.6. ХЕДЖИРОВАНИЕ И БИРЖЕВАЯ СПЕКУЛЯЦИЯ

В практике биржевой торговли разделяют хеджирование и спекуляцию. Хеджирование – это биржевое страхование от неблагоприятного изменения цены, основывающееся на различиях в динамике цен реальных товаров и цен фьючерсных контрактов на этот же товар или цен на «физическом» и фьючерсном рынках.

Биржевая спекуляция – это способ получения прибыли в процессе биржевой фьючерсной торговли, базирующийся на различиях в динамике цен фьючерсных контрактов во времени, пространстве и на разные виды товаров.

В политико-экономическом смысле и хеджирование, и биржевая спекуляция представляют собой просто спекуляцию, т.е. способ получения прибыли, основывающийся не на производстве, а на разнице в ценах. Хеджирование и биржевая спекуляция – две формы спекуляции на бирже, сосуществующие и дополняющие друг друга, но в то же время и отличающиеся между собой. Это две стороны одной медали. Хеджирование невозможно без биржевой спекуляции и наоборот.

Хеджирование на бирже осуществляют, как правило, предприятия, организации, частные лица, которые одновременно являются участниками рынка реальных товаров: производители, переработчики, торговцы.

Биржевой спекуляцией обычно занимаются члены биржи и те, кто желает (обычно частные лица) сыграть на разнице в динамике цен фьючерсных контрактов.

На практике нет строгого разграничения между субъектами, занимающимися хеджированием, и субъектами, деятельность которых связана с биржевой спекуляцией, так как участники рынка реальных товаров тоже занимаются биржевыми спекуляциями, ибо в рыночной хозяйстве главное – это получение прибыли независимо от того, за счет каких биржевых операций эта цель достигается.

Хеджирование преследует цель – компенсировать за счет прибыли убытки, полученные от реализации на рынке реального товара.

В целом биржевая торговля для всех организаций и лиц, участвующих в этой торговле, представляет собой особую форму коммерческой деятельности с целью получения наибольшей прибыли наряду с другими существующими формами коммерции. Хеджирование в связи с двойственным характером, т.е. одновременной опоры на цену реального товара и на цену фьючерсного контракта на этот же товар, имеет важное практическое значение. Оно обеспечивает косвенную связь биржевого рынка фьючерсных контрактов с рынком реального товара.

Хеджирование выполняет функцию биржевого страхования от ценовых потерь на рынке реального товара и обеспечивает компенсацию некоторых расходов (например, на хранение товаров). Техника хеджирования состоит в следующем. Продавец наличного товара, стремясь застраховать себя от предполагаемого снижения цены, продает на бирже фьючерсный контракт на данный товар (хеджирование продаж). В случае снижения цен он выкупает фьючерсный контракт, цена на который тоже упала, и получает прибыль на фьючерсном рынке, которая должна компенсировать недополученную им выручку на рынке реального товара (см. условный пример 1).

Условный пример 1

	Цена на 01.01	Цена на 01.03	Выручка от операций
Рынок реального товара	100	80	80
Фьючерсный рынок	120 (продает)	100 (покупает)	20 (120–100)
Всего	–	–	100

Продавец в конечном итоге получил от продажи товара (80 единиц) и от фьючерсного рынка (20 единиц), т.е. ту сумму выручки, которую он рассчитывал получить по состоянию на 1 января (100 единиц).

Покупатель наличного товара заинтересован в том, чтобы не потерпеть убытков от повышения цен на товар. Поэтому, полагая, что цены будут расти, он покупает фьючерсный контракт на данный товар (хеджирование покупкой). В случае если тенденция угадана, покупатель продает свой фьючерсный контракт, цена которого тоже возросла в связи с ростом цен на рынке реального товара, и тем самым компенсирует свои дополнительные расходы по покупке наличного товара (см. условный пример 2).

Условный пример 2

	Цена на 01.01	Цена на 01.03	Затраты	Доход
Рынок реального товара	100	120	120	–
Фьючерсный рынок	120	140	–	20 (140–120)
Всего	–	–	100 (120–20)	–

Затраты покупателя на рынке реального товара (120 единиц) благодаря полученному доходу от фьючерсной торговли (20 единиц) не превысили суммы затрат, планируемых им по состоянию на 1 января (100 единиц).

Оба приведенных примера раскрывают суть страховой функции хеджирования.

Приведем еще два примера (см. условные примеры 3,4), иллюстрирующих технику хеджирования.

Условный пример 3. Хеджирование продаж фьючерсного контракта («короткий хедж»)

Предприятие производит товар (например, алюминий) и продает его. Текущая цена на наличном рынке удовлетворяет предприятие, но предполагается, что через 3 месяца цена может снизиться и тогда товар станет убыточным. Чтобы застраховаться от возможного падения цены, предприятие продает трехмесячный фьючерсный контракт на поставку алюминия. Предположим, что прогноз оправдался. Цены на наличном и фьючерсном рынке снизились.

Через 3 месяца предприятие продает свой товар на наличном рынке и выкупает свой фьючерсный контракт на бирже.

Наличный рынок

Цена на 1 мая – 1000 тыс. руб. за единицу товара.

Цена на 25 июля – 800 тыс. руб. за единицу товара.

1. Предприятие продает изготовленный к этому времени товар по цене 800 тыс. руб. за единицу товара.

Фьючерсный рынок

Цена на 1 мая фьючерсного контракта – 1050 тыс. руб. за единицу товара.

1. Предприятие продает трехмесячный фьючерсный контракт по цене 1050 тыс. руб. за единицу товара.

Цена на 25 июля – фьючерсного контракта – 850 тыс. руб. за единицу товара.

2. Предприятие покупает аналогичный трехмесячный фьючерсный контракт за 850 руб. за единицу товара.

Результаты хеджирования

Выручка на рынке наличного товара равна 800 тыс. руб. за единицу товара.

Прибыль на фьючерсном рынке равна 200 тыс. руб. (1050 тыс. руб. - 850 тыс. руб.) на каждую единицу товара.

Общая выручка предприятия равна 1000 тыс. руб. (800 тыс. руб. + 200 тыс. руб.) за каждую единицу товара.

Вывод. Несмотря на снижение рыночной цены на товар, предприятие, осуществив хеджирование на биржевом фьючерсном рынке, выручило за каждую единицу товара по 1 000 тыс. руб., т.е., получило цену, которая устраивает предприятие.

Условный пример 4. Хеджирование покупкой фьючерсного контракта («длинный хедж»)

Тукомольное предприятие покупает зерно и производит из него муку. Текущая цена на наличном рынке зерна удовлетворяет мукомольное предприятие, но предполагается, что через 3 месяца цена на зерно может повыситься и тогда производство муки станет убыточным. Чтобы застраховаться от возможного увеличения цены на зерно, предприятие покупает трехмесячный фьючерсный контракт на зерно. Предположим, что прогноз оправдался. Цены на наличном и фьючерсном рынках повысились. Через 3 месяца предприятие покупает зерно на наличном рынке по новой цене и продает свой фьючерсный контракт.

Наличный рынок

Цена на 1 февраля – 1000 тыс. руб. за единицу товара.

Цена на 25 апреля – 1100 тыс. руб. за единицу товара.

1. Предприятие покупает зерно по цене 1100 тыс. руб. за единицу товара.

Фьючерсный рынок

Цена на 1 февраля фьючерсного контракта = 1050 тыс. руб. за единицу товара.

1. Предприятие покупает трехмесячный фьючерсный контракт по цене 1050 тыс. руб. за единицу товара.

Цена на 25 апреля фьючерсного контракта = 1150 тыс. руб. за единицу товара.

2. Предприятие продает этот фьючерсный контракт по цене 1150 тыс. руб. за единицу товара.

Затраты на рынке реального товара = 1100 тыс. руб. за единицу товара.

Прибыль на фьючерсном рынке составляет 100 тыс. руб. (1150 тыс. руб. – 1050 тыс. руб.) на каждую единицу товара.

Общие затраты на покупку зерна равны 1000 тыс. руб. (1100 тыс. руб. -- 100 тыс. руб.) за каждую единицу товара,

Вывод. Несмотря на увеличение рыночной цены на зерно, мукомольное предприятие, осуществив хеджирование на биржевом фьючерсном рынке, затратило на каждую единицу товара по 1000 тыс. руб., т.е. обеспечило себе нормативный уровень затрат.

Использование механизма фьючерсной торговли, как следует из приведенных условных примеров, позволяет продавцам планировать свою выручку, а значит, и прибыль, а покупателям – затраты. На практике трудно предугадать изменение цен на длительный срок. Динамики цен рынков реального товара и фьючерсного не совпадают, поэтому, как правило, хеджирование не охватывает всей массы произведенных биржевых товаров.

Существуют разные формы (способы) хеджирования в зависимости от того, кто является его участником и с какой целью оно осуществляется. Хеджирование может проводиться: на весь наличный товар или на его часть: на имеющийся наличный товар или товар, отсутствующий в момент заключения фьючерсного контракта; на комбинацию различных дат поставки реального товара и выполнение фьючерсного контракта и т.д.

Хеджирование позволяет получить и дополнительную прибыль. Средняя разница между ценой наличного товара и фьючерсного контракта на соответствующий месяц поставки представляет собой "базис" и зависит от расходов на хранение и других труднопрогнозируемых факторов. В случае хеджирования продавец товара, желающий получить дополнительную прибыль, должен стремиться продать фьючерсный контракт на свой товар по цене, превышающей действующую рыночную цену реального товара на величину базиса. Если в дальнейшем базис будет уменьшаться, то хеджер (т.е. тот, кто осуществляет хеджирование) выигрывает, так как либо рост цен на фьючерсном рынке отстает от роста цен на реальном рынке, либо снижение цен на фьючерском рынке опережает снижение цен на реальном рынке. В случае увеличения базиса хеджер-продавец проигрывает. Покупатель товара, желающий получить дополнительную прибыль, основывается в своих прогнозах на ином изменении базиса, т.е. при его возрастании хеджер выигрывает, а при уменьшении базиса – проигрывает.

В указанных вариантах конечная цена для хеджера равна его целевой цене плюс изменение базиса.

$$C_k = C_n + B,$$

где C_k – конечная цена для хеджера;
 C_n – целевая цена для хеджера;
 B – изменение базиса.

Если хеджер является продавцом, то у него будет дополнительная прибыль в случае, когда конечная цена окажется выше целевой. Это возможно при уменьшении базиса.

Участники биржевой торговли осуществляют свою деятельность сразу по многим направлениям, используя все имеющиеся виды фьючерсных контрактов, опционов и их комбинации. При этом происходит биржевое ценовое страхование вообще, т.е. страхование от изменений цен на фьючерсные контракты, опционы и т.д., а не страхование, связанное с изменением цен на рынке реального товара. В этом смысле хеджированием начинают заниматься не

только владельцы реального товара, но и биржевые спекулянты, а поэтому стираются грани между хеджированием и биржевой спекуляцией. Хеджирование осуществляется с целью обеспечения получения дополнительной прибыли от биржевых сделок, а биржевая спекуляция превращается в форму хеджирования.

13.7. ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ НА ФЬЮЧЕРСНЫЕ КОНТРАКТЫ

Один и тот же биржевой актив, как правило, имеет разные на физическом (наличном, реальном) рынке и на фьючерсном рынке. Это следует из того, что реальная купля – продажа актива на физическом рынке происходит в данный момент, а на фьючерсном состоится через какой-то промежуток времени – от нескольких дней до нескольких месяцев или даже лет.

В свою очередь, как и любая рыночная цена, цена фьючерсного контракта имеет объективную основу – стоимость. Цена может отклоняться от стоимости под влиянием спроса и предложения. Поэтому в общем виде модель цены фьючерсного контракта традиционна (рису 13.2):

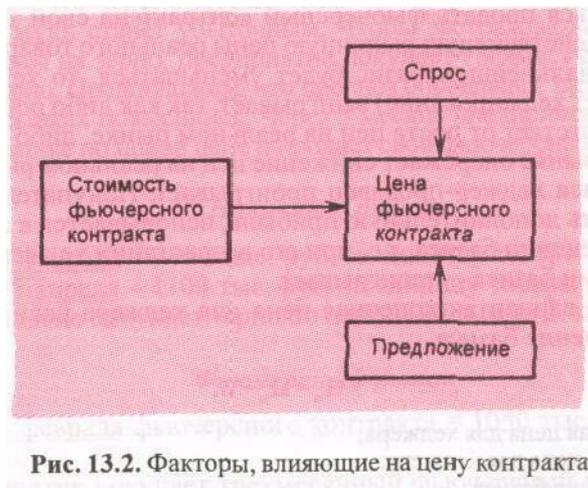


Рис. 13.2. Факторы, влияющие на цену контракта

Стоимость фьючерсного контракта может быть определена как такая его цена, при которой инвестору равновыгодна как покупка самого актива на физическом рынке и последующее его хранение до момента использования или получения дохода по нему, так и покупка фьючерсного контракта на этот актив. Действительно, покупка актива заранее, до момента получения выгод от него, означает, что инвестор, вложив свои денежные средства в этот актив, недополучит доход по нему в виде банковской процентной ставки по депозиту, может быть вынужден нести какие-то дополнительные расходы, связанные с хранением актива, его страхованием и т.п.

Следовательно, стоимость фьючерсного контракта определяется такими основными факторами, как: цена актива на физическом рынке, срок действия фьючерсного контракта, процентная ставка, расходы, связанные с владением актива (хранение, страхование). К этим факторам с учетом конкретной специфики рынка и страны могут добавляться следующие различия: в комиссионных расходах на наличном и фьючерсном рынках; в налогообложении; в валютных курсах и др. Итак, модель стоимости фьючерсного контракта можно представить в виде схемы, в которой перечисленные факторы сгруппируем на постоянные, которые всегда присутствуют в модели, и на специфические, наличие которых зависит от вида самого биржевого актива, страны, вида операций и т.д. (рис. 13.3).

Тематический расчет стоимости фьючерсного контракта зависит от того, какие факторы учитываются. Например, учет постоянных факторов может быть осуществлен по формуле

$$C_a = C_a + C_a \cdot P \cdot \frac{D}{360}, \quad (13.1)$$

где C_a – стоимость фьючерсного контракта на биржевой актив А;

C_a – рыночная цена актива А на физическом рынке;

P – банковский процент по депозитам (плюс процент расходов на хранение, транспортировку и хранение для случая реального товара);

D – число дней до окончания срока действия фьючерсного контракта или его закрытия.

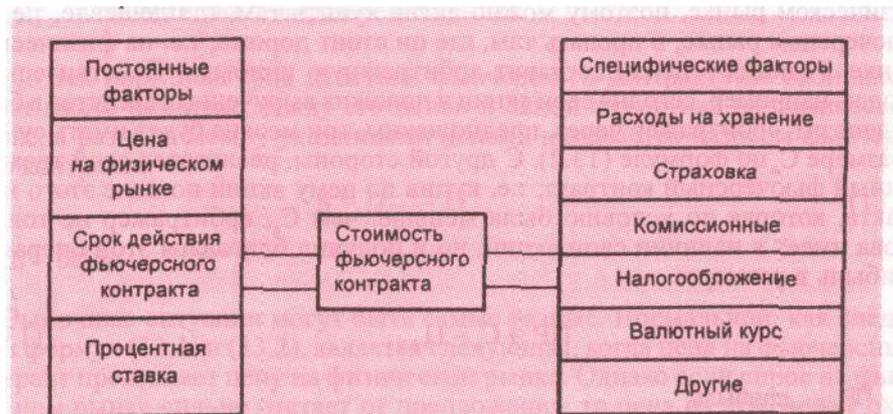


Рис. 13.3. Факторы, влияющие на стоимость контракта

Если биржевой актив приносит определенный доход, например дивиденд по акции или процент по облигации, то этот доход следует вычесть из банковской процентной ставки и предыдущая формула примет следующий вид:

$$C_a = C_n + C_n \cdot (П - П_a) \cdot \frac{Д}{360}, \quad (13.2)$$

где $П_a$ – средний размер дивиденда по акции или процента по облигации.

Например, $C_n = 100$ руб.,
 $П = 20\%$ годовых,
 $П_a = 10\%$ (в год),
 $Д = 60$ дней.

Подставляя эти значения в формулу (13.2), рассчитываем стоимость фьючерсного контракта на покупку одной акции с текущей рыночной ценой 100 руб. и ежегодным размером дивиденда в 10% с поставкой через 60 дней при среднем рыночном проценте 20% годовых:

$$C_a = 100 \text{ руб.} + 100 \text{ руб.} \cdot (0,2 - 0,1) \cdot \frac{60}{360} = 100 \text{ руб.} + 1,67 \text{ руб.} = 101,67 \text{ руб.}$$

Рыночная цена текущего дня на этот фьючерсный контракт будет колебаться под влиянием спроса и предложения вокруг этой расчетной его стоимости.

Поскольку под влиянием спроса и предложения цена фьючерсного контракта может отклоняться от его стоимости, появляется возможность получить прибыль, используя разницу в ценах на физическом и фьючерсном рынках. Такие операции получили название арбитражных.

Если стоимость фьючерсного контракта оказалась выше его рыночной цены, то это означает его недооценку, дешевизну по сравнению с ценой на физическом рынке, поэтому можно актив купить там, где дешевле, т.е. на фьючерсном рынке, и продать там, где он стоит дороже, т.е. на физическом рынке. Разница в ценах составит арбитражную прибыль. Действительно, продав, например, сегодня свои акции и положив вырученные средства в банк на депозит, арбитражер через, предположим, три месяца будет иметь сумму в размере C_a формуле (13.2). С другой стороны, реализовав свой трехмесячный фьючерсный контракт, т.е. купив по нему акции по цене этого контракта, которая по условию была меньше, чем C_a арбитражер не только снова имеет в наличии свои акции, но и получил благодаря этой операции прибыль в размере

$$ПР = C_a - C_{ф.к}, \quad (13.3)$$

где $ПР$ – прибыль;
 C_a – стоимость фьючерсного контракта;
 $C_{ф.к}$ – цена фьючерсного контракта.

Соответственно если стоимость фьючерсного контракта по каким либо причинам станет меньше его рыночной цены, то арбитражная операция опять сводится к тому, чтобы купить там, где дешевле, т.е. в данном случае на физическом рынке, и продать там, где цена выше, т.е. на фьючерсном рынке. Арбитражер закупает, например акции на физическом рынке, держит их у себя до момента их поставки по фьючерсному контракту, продает их в соответствии с этим контрактом и снова получает прибыль, но уже в размере

$$ПР = C_{ф.к} - C_a. \quad (13.4)$$

Благодаря подобным арбитражным операциям происходит постоянное приведение цен на фьючерсном рынке к их стоимостям, с одной стороны, а с другой – обеспечивается тесная связь фьючерсного рынка с физическим

рынком.

На практике цена и стоимость фьючерсного контракта никогда не равны не потому, что невозможен арбитраж, а потому, что последний экономически нецелесообразен в определенных границах колебания цены вокруг стоимости. Например, если прибыль от арбитражной операции не покрывает или равна размерам биржевых и комиссионных сборов, не покрывает налогов и т.п.

Анализ формул (13.1) и (13.2) позволяет сделать еще один важный практический вывод. В момент исполнения фьючерсного контракта, т.е. когда $D = 0$, стоимость его равна цене на физическом рынке. А поскольку в момент исполнения количество продавцов и покупателей одно и то же, т.е. спрос равен предложению, то, значит, цена фьючерсного контракта равна его стоимости. Отсюда следует, что в момент исполнения фьючерсного контракта срок его существования окончился:

$$C_{ф.к} = C_a - C_a, \quad (13.5)$$

где $C_{ф.к}$ – цена фьючерсного контракта на актив А;

C_a – стоимость фьючерсного контракта;

C_a – цена актива А на физическом рынке,

До тех пор, пока срок действия фьючерского контракта не окончился, имеет место различие между его ценой и ценой его актива на физическом рынке, а разница между указанными ценами называется базисом фьючерсного контракта:

$$B = C_{ф.к} - C_a, \quad (13.6)$$

где B- базис.

Рыночные ситуации могут быть самые разные. Нормальной, как следует из формул (13.1) и (13.2), является следующая, когда цена на фьючерсный контракт превышает цену на физическом рынке. Однако если спрос на фьючерсном рынке сильно отстает от предложения, то цена на нем может оказаться ниже, чем на физическом рынке. Аналогичная ситуация будет иметь место, если на физическом рынке спрос сильно превышает предложение. Ситуацию, когда $C_{ф.к} > C_a$ часто называют «контанто», а ситуацию, когда $C_{ф.к} < C_a$, – «бэквардэйшн».

Изменение базиса во времени связано с различиями в скорости изменения цен на фьючерсном и физическом рынках.

Анализ динамики базиса необходим для принятия решений по купле-продаже фьючерсных контрактов в увязке с действиями продавцов и покупателей биржевого актива на физическом рынке,

13.8. ФИНАНСОВЫЕ РАСЧЕТЫ ВО ФЬЮЧЕРСНОЙ ТОРГОВЛЕ

Торговля фьючерсными контрактами основывается на следующих правилах:

- продавец контракта всегда играет на понижение цены контракта, т.е. у него будет прибыль только в случае, если он купит контракт по более низкой цене, чем его продал;
- покупатель контракта всегда играет на повышение цены контракта, т.е. у него будет прибыль только в случае, если он продает контракт по более высокой цене, чем его купил.

В свою очередь, финансовые расчеты во фьючерсной торговле исходят из двух главных балансовых равенств:

- если выигрывает покупатель контракта, то обязательно проигрывает продавец контракта, и наоборот;
- сумма выигрышей у одних членов Расчетной палаты (и их клиентов) равна сумме проигрышей у других членов Расчетной палаты (и их клиентов).

Этапы расчетов по купле-продаже фьючерсного контракта включают день (момент) заключения контракта; период, в течение которого контракт остается незакрытым или неисполненным, и день (момент) закрытия контракта или его исполнения. Рассмотрим, какие финансовые процедуры совершаются на описанных этапах.

I этап

- день заключения контракта (открытие позиции);
- регистрация контракта в Расчетной палате;
- уплата гарантийного взноса (первоначальной маржи) за контракт;
- уплата сбора за регистрацию контракта.

II этап

- день (период) сохранения открытой позиции;
- расчеты по переменной марже;
- расчеты по первоначальной марже, если Расчетная палата изменила их ставки.

III этап

- день закрытия контракта путем совершения обратной, или офсетной, сделки или день исполнения контракта (день окончания срока его действия);
 - расчет прибыли (убытка) по закрытой позиции;
 - уплата сбора за регистрацию обратной сделки;
 - расчет суммы денег, выплачиваемых Расчетной палатой члену Расчетной палаты (клиенту) или уплачиваемых Расчетной палате членом Расчетной палаты (клиентом);
 - передача (получение) биржевого актива, лежащего в основе фьючерсного контракта.
- Как видно из перечисленных этапов, функции Расчетной палаты сводятся к следующему:
- расчеты первоначальной маржи;
 - определение сумм выигрышей и проигрышей по закрытым позициям;
 - учет открытых позиций и расчеты переменной маржи. Простейшие формулы расчета маржевых сборов имеют следующий вид.

Расчет первоначальной маржи по открытой позиции осуществляется по формуле

$$M = \Pi_k \cdot \Pi_m : 100,$$

где T - сумма первоначальной маржи;

Π_k - цена приобретенного фьючерсного контракта на биржевом рынке;

Π_m - процентная ставка первоначальной маржи.

Ставка первоначальной маржи обычно составляет несколько процентов (1-10%) и колеблется в зависимости от вида фьючерсного контракта и текущей рыночной конъюнктуры. Обычно уровень ставки первоначальной маржи соответствует максимально возможному изменению рыночной цены фьючерсного контракта в течение одного биржевого торгового дня.

Расчет переменной маржи по открытой позиции в день ее открытия:

$$M_n = a \cdot (\Pi_k - \Pi_o),$$

где T_n – сумма переменной маржи;

$a = +1$, если контракт был куплен;

$a = -1$, если контракт был продан;

Π_k – котировочная цена этого же фьючерсного контракта (данного дня);

Π_o – цена открытого фьючерсного контракта,

Если $T_n > 0$, то владелец открытой позиции имеет потенциальную прибыль.

Если $T_n < 0$, то владелец открытой позиции имеет потенциальный убыток.

Расчет переменной маржи по ранее открытой позиции, не закрытой в данный день:

$$M_n = a \cdot (\Pi_{k1} - \Pi_{k0}),$$

где $a = +1$, если контракт был куплен;

$a = -1$, если контракт был продан;

Π_{k1} – котировочная цена данного фьючерсного контракта на текущий день;

Π_{k0} – котировочная цена данного фьючерсного контракта в предыдущий день,

Расчет прибыли (убытка) по закрытой в тот же день позиции:

$$D = \Pi_{o2} - \Pi_{o1},$$

где D – прибыль или убыток по закрытой позиции;

Π_{o1} – цена покупки фьючерсного контракта;

Π_{o2} – цена продажи фьючерсного контракта.

Расчет прибыли (убытка) по позиции, закрытой через определенный срок после ее открытия, или при исполнении контракта:

$$D = a \cdot (\Pi_k - \Pi_o) + M_n,$$

где $a = +1$, если при открытии позиции контракт был куплен;

$a = -1$, если при открытии позиции контракт был продан;

Π_k – котировочная цена биржи в день закрытия контракта или его исполнения;

Π_o – цена закрытия открытой позиции по контракту или котировочная цена биржи предыдущего дня в случае наступления срока исполнения контракта;

T_n – накопленная переменная маржа по данной открытой позиции до дня ее закрытия или исполнения.

Окончательный расчет между Расчетной палатой и ее членом (клиентом) по закрытым позициям осуществляется по следующей формуле:

$$B = D - C + П,$$

где B – денежная сумма, получаемая клиентом от Расчетной палаты или уплачиваемая им Расчетной палате, по итогам закрытия позиций;

D – прибыль или убыток (со знаком минус) по закрытой позиции;

C – сбор, взимаемый Расчетной палатой за регистрацию фьючерсных контрактов;

П – первоначальная маржа по фьючерсным контрактам.

Первоначальная маржа – денежная сумма, которую перечисляет член Расчетной палаты со своего счета на счет Расчетной палаты за каждую открываемую позицию.

Переменная маржа – денежная сумма, которую перечисляет член Расчетной палаты со своего счета на счет Расчетной палаты (или в счет суммы первоначальной маржи) при наличии открытой позиции в случае, если цена на фьючерсный контракт изменяется в неблагоприятном для него направлении.

13.9. ОСОБЕННОСТИ ФЬЮЧЕРСНОЙ ТОРГОВЛИ В РОССИИ

За многие годы успешного функционирования фьючерсной торговли в мировой практике биржевой деятельности накоплен огромный опыт, весьма полезный сегодня для России. Началом развития фьючерсного рынка в нашей стране следует считать середину 1992 г. К этому времени относятся первые шаги российских бирж по внедрению фьючерсных контрактов.

Замедленное развитие фьючерсного рынка связано со сложными условиями становления рыночной экономики России, с отсутствием необходимой инфраструктуры фьючерсной торговли, квалифицированных кадров экономистов-биржевиков, способных организовать биржевую деятельность, инфляцией, с кризисом производства.

Главная причина, мешающая развитию фьючерсной торговли в России, – это слабое развитие самих рыночных отношений, рыночной среды. Российская рыночная структура экономики находится еще только в стадии возрождения.

Слаборазвитая инфраструктура фьючерсного рынка в нашей стране препятствует вовлечению во фьючерсную торговлю тысяч предприятий, организаций и широкие слои населения. На большинстве российских предприятий и организаций нет специалистов, имеющих необходимый уровень знаний и понимания важности фьючерсной торговли. Как правило, на предприятиях и в организациях полностью отсутствуют кадры экономистов-биржевиков, способные участвовать в биржевых делах.

Процесс развития фьючерсной торговли в российской экономике займет ряд лет и будет иметь свою историю и этапы становления, вытекающие из реальной обстановки. Незрелость товарно-денежных отношений и частной собственности постоянно оказывает влияние на процессы развития фьючерсного рынка.

Эволюция развития рыночных отношений, как уже указывалось, ведет к стиранию различий между товарной, фондовой и валютной биржами по механизму и характеру их деятельности. Тем не менее исторически сложившаяся специализация конкретных бирж сохранится с учетом занимаемого ими места на биржевом рынке в целом. Фьючерская торговля преобладает над всей остальной деятельностью бирж. Биржи перестают быть только составной частью оптовой торговли. Их роль в оптовой торговле имеет тенденцию к сокращению. Они становятся центрами фьючерсной торговли в широком смысле слова, т.е. ценообразующими центрами, центрами страхования прибыли и такой коммерческой деятельности, которая позволяет получать дополнительную прибыль.

Согласно имеющимся тенденциям в мировой экономике следует ожидать дальнейшего роста фьючерсной торговли и развития ее новых форм. В структуре товарной фьючерсной торговли возрастает удельный вес более дорогих товаров, а также доля кормовых культур и продукции животноводства. На фьючерсном рынке повышается доля нетоварных ценностей, что объясняется более широким размахом колебаний цен в связи с инфляцией и продолжающимся обесцениванием валют. На основе развития средств связи и компьютеризации всех расчетов происходит концентрация фьючерсной торговли в основных финансово-кредитных центрах страны. Биржи создают совместные расчетные центры и совместно используют новейшую электронно-вычислительную технику.

В настоящее время рост рынка фиктивного капитала в большей мере основывается на увеличении фьючерсной торговли и ее производных форм.

Важным условием существования фьючерсного рынка в российской экономике является его самокупаемость. Биржевая фьючерсная торговля должна быть организована таким образом, чтобы доходы от нее покрывали затраты биржи на ее проведение. Последнее возможно только при условии больших объемов биржевых сделок на фьючерсном рынке.

В России внедрением фьючерсных контрактов в биржевой оборот занимаются многие биржевые структуры. В настоящее время разработаны фьючерсные контракты на продукцию нефтяного профиля, цветных металлов, зерно и другие биржевые товары, а также на валюту. Российские биржи осваивают механизм фьючерсной торговли и создают необходимые предпосылки для будущего развития фьючерсного рынка.

Основные этапы, которые проходит процесс внедрения торговли фьючерсными контрактами на российских биржах, сводятся, как правило, к следующему:

I этап – разработка биржевых нормативных документов.

II этап – выбор товара для организации фьючерсных торгов.

III этап – разработка фьючерсного контракта на биржевой товар.

IV этап – формирование органов, обеспечивающих торговлю фьючерсными контрактами.

V этап – разработка системы финансового обеспечения фьючерсной торговли.

VI этап – создание системы расчетов фьючерсного рынка.

VII этап – создание информационной системы биржевой торговли фьючерсными контрактами.

VIII этап – проведение рекламных мероприятий по привлечению участников фьючерсной торговли.

IX этап – обучение участников фьючерсной торговли и проведение пробных торгов.

Факторы, под воздействием которых идет процесс развития фьючерсной торговли в России в настоящее время, приведены в табл. 13.2.

Основные тенденции во фьючерсной торговле в России можно свести к следующим направлениям:

- быстрый ее рост;
- увеличение доли более дорогих товаров (благородные и цветные металлы и др.);
- увеличение доли контрактов на нетоварные ценности;
- концентрация в основных финансово-кредитных центрах;
- концентрация фьючерсной торговли на немногих биржах.

Таблица 13.2

Политика государства	Уровень развития рынков (товарных, фондовых, валютных)	Укрепление бирж как центров фьючерсной торговли	Развитие инфраструктуры фьючерсных контрактов
Направленность государственной политики на развитие фьючерсных рынков	Развитие рынков биржевых товаров	Рост квалификации аппарата биржи	Создание расчетно-клиринговых центров
Наличие законодательной и нормативной базы	Подъем российской экономики	Усиление материально-технического и финансового обеспечения биржи	Обеспечение фьючерсной торговли складскими мощностями и депозитарными услугами
Назначение органа(ов) государственного регулирования фьючерсных рынков	Снижение уровня инфляции до общепринятых значений	Лицензирование участников фьючерсного рынка	Наличие современных систем банковских расчетов
	Обеспечение законности и порядка на рынках	Создание региональных филиалов ведущих бирж	Рекламно-информационное обеспечение фьючерсных рынков
	Развитие рыночных отношений	Специализация бирж на соответствующих фьючерсных рынках	Создание постоянно функционирующей системы подготовки и переподготовки кадров для фьючерсной торговли

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- *фьючерсная торговля*
- *фьючерсный контракт*
- *хеджирование*
- *спекуляция*

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Дайте определение фьючерсной торговле.
2. Дайте определение фьючерсному контракту.
3. Чем отличается фьючерсный контракт от форвардного?
4. Охарактеризуйте историю и причины возникновения фьючерсной торговли.
5. В чем состоит цель фьючерсной торговли?
6. В чем состоит организация биржевой торговли фьючерсными контрактами?
7. В чем состоит порядок расчетов по фьючерсным контрактам?
8. Что понимают под ликвидацией фьючерсных контрактов?
9. В чем состоит организация исполнения фьючерсных контрактов?
10. Перечислите основные этапы заключения и исполнения сделок с фьючерсными контрактами и дайте им характеристику.
11. Что понимают под хеджированием?
12. В чем состоит биржевая спекуляция?

13. Охарактеризуйте технику хеджирования.
14. Как формируется цена на фьючерсный контракт?
15. Дайте характеристику этапов расчетов по купле-продаже фьючерсного контракта.
16. Охарактеризуйте основные этапы развития фьючерсной торговли в России.

ГЛАВА XIV

ТОРГОВЛЯ ОПЦИОНАМИ НА БИРЖЕ

14.1. ПОНЯТИЕ И ВИДЫ БИРЖЕВЫХ ОПЦИОНОВ

Свободнообразующийся опционный контракт (биржевой опцион) – это стандартный биржевой договор на право купить или продать биржевой актив, включая фьючерсный контракт, по цене исполнения до (или на) установленной даты (у) с уплатой за это право определенной суммы денег, называемой премией.

Аналогично ситуации с фьючерсными контрактами устоявшаяся терминология операций с опционами имеет следующий смысл. «Купить» опцион – это заключить его на условиях покупателя, а «продать» опцион – это заключить его на условиях продавца.

В деловой практике опционы могут заключаться на любые рыночные активы и фьючерсные контракты. Условия заключения опционов на бирже являются стандартизированными по всем параметрам, кроме цены опциона. Биржевые опционы свободно продаются и покупаются на биржах, основываясь на тех же правилах и механизмах, которые существуют для фьючерсных контрактов.

Обычно в биржевой практике используются два вида опционов: на покупку (опцион «колл») и на продажу (опцион «пут»). В первом случае покупатель опциона приобретает право, но не обязательство купить биржевой актив. Во втором случае покупатель имеет право, а не обязательство продать этот актив.

Покупатель опциона может быть назван его держателем или его владельцем. Продавца опциона еще называют подписчиком, или «выписывателем».

Права и обязательства сторон опционного контракта можно представить в виде следующей таблицы (табл. 14.1).

По срокам исполнения опцион может быть двух типов:

- американский, который может быть исполнен в любой момент до окончания срока действия опциона;
- европейский, который может быть исполнен только на дату окончания срока его действия.

По виду биржевого актива, который лежит в основе опциона, последние можно делить на :

- товарные, основой которых является какой-либо товар (металл, золото и др.);
- валютные, в основе которых лежит купля-продажа валюты;
- фондовые, исходным активом которых являются акции, облигации, индексы;
- фьючерсные, или опционы на куплю-продажу фьючерсных контрактов.

Таблица 14.1

Сторона опциона	Вид опциона					
	опцион на покупку (опцион-колл)			опцион на продажу (опцион-пут)		
	право купить	обязатель- ство про- дать	платель- щик премии	обязатель- ство ку- пить	право продать	платель- щик пре- мии
Покупатель (держатель, владелец)	+	–	+	–	+	+
Продавец (подписчик, «выписыватель»)	–	+	–	+	–	–

В отличие от фьючерсного контракта, ценой которого обычно является цена лежащего в его основе биржевого актива, функцию цены опциона выполняет премия, которую покупатель опциона уплачивает его продавцу за свое право выбора: исполнить опцион, если это ему выгодно, или отказаться от его исполнения, если это принесет покупателю убыток. Например, цена фьючерсного контракта на покупку 100 акций компании А есть рыночная цена поставки одной этой акции через три месяца, а цена опциона на покупку этого же фьючерсного контракта – это премия, которую покупатель опциона уплачивает сейчас его продавцу и составляющая обычно лишь небольшую часть рыночной цены одной акции.

Другое ценностное отличие опциона от фьючерсного контракта состоит в том, что ценовой механизм опциона удваивается. Есть цена опциона – его премия. Но исполнение прав по опциону возможно только по цене самого биржевого актива, т.е. опцион, кроме премии, имеет еще и свою цену исполнения (по западной терминологии – страйковую цену). Цена исполнения – это цена, по которой опционный контракт дает право купить или продать соответствующий актив. Например, заплатив премию в размере 10 руб, в расчете на одну акцию, покупатель опциона на покупку (колл) получает право в течение трех месяцев купить 100 акций данного вида по цене 100 руб. за одну акцию

(цена исполнения, или страйковая цена).

Таким образом, ценовой ряд на фьючерсный контракт на покупку 100 акций компании А может быть представлен примером в виде следующей таблицы (цифры условные) (табл. 14.2).

Таблица 14.2

Месяц исполнения фьючерсного контракта	Цена фьючерсного контракта на 15.01.199 г., руб., коп. за одну акцию
Январь	99,50
Февраль	100,00
Март	100,50
Апрель	100,75

Ценовой ряд на опцион на этот же фьючерсный контракт имеет иную форму (цифры условные) (табл. 14.3).

Таблица 14.3
(руб.)

Цена исполнения опциона (за одну акцию)	Премия за одну акцию					
	опцион на покупку (колл)			опцион на продажу (пут)		
	месяц исполнения			месяц исполнения		
	январь	апрель	июль	январь	апрель	июль
100,00	0,10	0,85	1,20	0,01	0,05	0,10
100,50	0,02	0,30	0,55	0,05	0,15	0,20
101,00	—	0,12	0,25	0,10	0,20	0,50
101,50	—	0,05	0,10	0,15	0,60	1,30
...

Стандартная конструкция биржевого опциона позволяет выбирать не только цены опциона (премии), но и цены его исполнения. Если стоимость фьючерсного контракта есть произведение его цены на стандартное число акций, которое лежит в его основе, например 100 акций умножить на 100 руб. и общий размер контракта составит в этом случае 10 000 руб., то стоимость опциона на один фьючерсный контракт определяется умножением его премии на стандартное число акций согласно фьючерсному контракту, на который заключен опцион, например 0,10 руб. 100 акций = 10 руб. Таким образом, покупатель опциона колл на 1 фьючерсный контракт на 100 акций компании А, заплатив общую премию в размере 10 руб., получил право до окончания срока действия январского колла заключить январский контракт на покупку 100 акций по цене 100 руб. за одну акцию.

Основные преимущества опционов состоят в следующем:

а) высокая рентабельность операций с опционами. Заплатив небольшую премию за опцион, в благоприятном случае получаешь прибыль, которая в процентном отношении к премии составляет сотни процентов. Например, премия за право купить акцию по 100 руб. составила 0,1 руб. Цена акции возросла на 1 руб. Реализовав свое право на опцион, т.е. купив акцию за 100 руб., а затем продав ее на фондовом рынке по 101 руб., получаем рентабельность операции, равную 1000% (1 руб.: 0,1 руб. · 100%);

б) минимизация риска для покупателя опциона (риск не превышает величины премии) при возможном получении теоретически неограниченной прибыли. Следует отметить, что в расчете издержек покупателя опциона необходимо обязательно учитывать комиссионные фондовому посреднику и налоги государству, если таковые имеются по опционным (и фьючерсным) контрактам;

в) опцион предоставляет его покупателю многовариантный выбор стратегий: покупать и продавать опционы с различными ценами исполнения и сроками поставки во всевозможных комбинациях; работать одновременно на разных опционных рынках; работать одновременно на опционных и фьючерсных рынках и т.д.;

г) возможность проводить операции с биржевыми опционами точно так же, как и с фьючерсными контрактами.

14.2. БАЗИСНЫЕ ОПЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ

Число опционных стратегий потенциально очень велико, так как существует множество стратегий в зависимости от вида опциона, цены и даты его исполнения.

Опционные стратегии делятся на следующие основные группы:

- простые стратегии;
- спрэд;
- комбинационные стратегии;
- синтетические стратегии.

Простые стратегии – это открытие одной опционной позиции, т.е. простая покупка или продажа опциона колл или пут.

Спрэд – это одновременное открытие двух противоположных позиций на один и тот же вид опциона с одним

и тем же активом. Иначе говоря, это одновременная покупка и продажа опциона колл или пут на один и тот же актив.

Комбинационные стратегии – это одновременное открытие двух одинаковых позиций на разные виды опционов с одним и тем же активом. Иначе говоря, это одновременная покупка (продажа) опциона колл и опциона пут на один и тот же актив.

Синтетические стратегии – это:

- а) одновременное открытие противоположных позиций на разные виды опционов с одним и тем же активом;
- б) одновременное открытие позиции на физическом рынке самого актива и на опционном рынке на данный актив. Данные стратегии по сути аналогичны простым опционным стратегиям.

Каждая группа стратегий в свою очередь имеет многочисленные разновидности.

14.2.1. ПРОСТЫЕ СТРАТЕГИИ

Существует четыре вида простых опционных стратегий:

- покупка «коллов» (т.е. покупка опционов на покупку);
- покупка «путов» (т.е. покупка опционов на продажу);
- продажа «коллов» (т.е. продажа опционов на покупку);
- продажа «путов» (т.е. продажа опционов на продажу). Стратегия «Покупка колла» – покупка опциона на покупку.

Конструкция опциона – купить один опцион на покупку актива А с ценой исполнения 100 руб., датой исполнения июль, с уплатой премии 5 руб.

Формулы расчета прибыли (убытка):

- а) при $C_a > C_i$ $P = C_a - (C_i + П)$;
- б) при $C_a < C_i$ $P = -П$,

где C_a – рыночная цена актива А;
 C_i – цена исполнения опциона;
 $П$ – премия;
 P – результат (прибыль или убыток).

Пример.

Таблица 14.4

Возможная рыночная цена актива на дату исполнения опциона (C_a)	Прибыль (убыток) при цене исполнения 100
95	-5
100	-5
105	0
110	+5
115	+10
120	+15

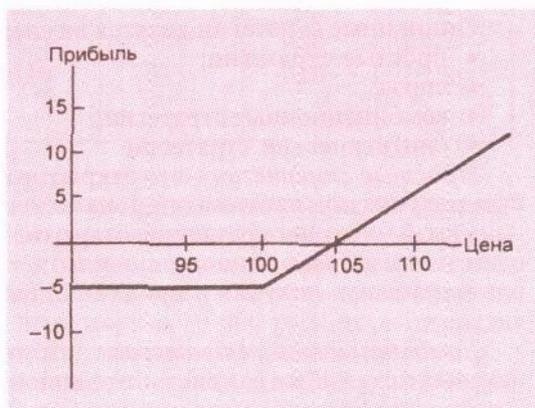


Рис. 14.1

Основные характеристики:

- максимальный риск – величина уплаченной премии;
- максимальный доход – не ограничен;
- точка нулевого дохода/убытка – цена исполнения опциона плюс премия;
- область применения – при росте цен на рынке.

Комментарий. Основная причина покупки «колла» состоит в том, что владелец «колла» имеет неограниченный потенциал получения прибыли при ограниченном возможном риске. Плюсы, которые получает покупатель «кол-ла» при таком «раскладе», несколько уменьшаются по причине того, что нужно все-таки заплатить определенную сумму – премию. Поэтому первым делом решается вопрос о том, является ли текущая цена конкретного опциона разумной в свете ожидаемого или предполагаемого подъема курса лежащей в его основе ценной бумаги.

Стратегия «Покупка пута» – покупка опциона на продажу.

Конструкция опциона – купить один опцион на продажу актива А с ценой исполнения 100 руб., датой исполнения июль, с уплатой премии 5 руб.

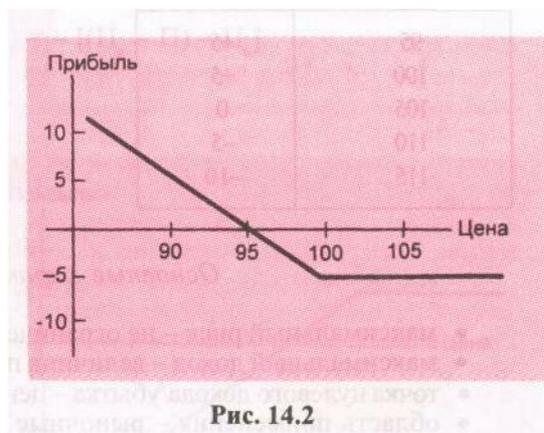
Краткая запись. Купить июльский 100 пут А за 5. Формулы расчета прибыли (убытка):

- а) при $C_a > C_n$ $P = -\Pi$;
 б) при $C_a < C_n$ $P = (C_n - \Pi) - C_a$.

Пример.

Таблица 14.5

Возможная рыночная цена актива на дату исполнения опциона (C_a)	Прибыль (убыток) при цене исполнения 100
85	+10
90	+5
95	0
100	-5
105	-5



Основные характеристики:

- максимальный риск – величина уплаченной премии;
- максимальный доход – цена исполнения минус премия;
- точка нулевого дохода/убытка – цена исполнения минус премия;
- область применения – при снижении цен на рынке.

Комментарий. Покупатель может купить «пут» для того, чтобы извлечь прибыль от падения цен с риском, ограниченным выплаченной премией. Другим покупателем опциона «пут» может быть инвестор, владеющий лежащим в основе опциона активом и использующий этот опцион в качестве «хеджа» от возможного падения цен, в этом случае оплата премии – это расходы на покупку гарантии от убытков.

Стратегия «Продажа колла» – продажа опциона на покупку

Конструкция опциона – продать один опцион на покупку актива А с ценой исполнения 100 руб., датой исполнения июль, с получением за это премии 5 руб.

Краткая запись. Продать июльский 100 колл А за 5.

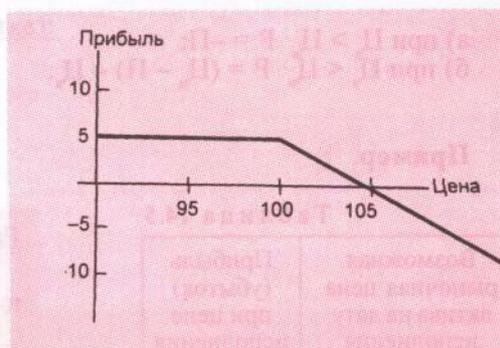
Формулы расчета прибыли (убытка) (соответствуют «покупке колла», но со знаком минус):

- а) при $C_a > C_n$ $P = -(C_n + \Pi) - C_a = [C_a - (C_n + \Pi)]$;
 б) при $C_a < C_n$ $P = \Pi$

Пример.

Таблица 14.6

Возможная рыночная цена актива на дату исполнения опциона (C_a)	Прибыль (убыток) при цене исполнения 100
95	+5
100	+5
105	0
110	-5
115	-10



Основные характеристики:

- максимальный риск – не ограничен;
- максимальный доход – величина полученной премии;
- точка нулевого дохода/убытка – цена исполнения опциона плюс премия;
- область применения – рыночные цены испытывают понижающую тенденцию.

Комментарий. Продажа коллов в свою очередь имеет две «подстратегии»:

- «непокрытая» продажа «колла»;
- «покрытая» продажа «колла».

«Непокрытая» продажа: продавец опциона не владеет лежащим в его основе активом и рассчитывает на то, что его курс не изменится или, может быть, снизится за время действия опциона, и в этом случае опцион истечет без всякой пользы для его покупателя, а продавец оставит себе премию. Это спекулятивная стратегия, при которой продавец подвергается риску получения убытков, по величине намного больших полученной им премии, если лежащая в основе опциона цена актива поднимается.

«Покрытая» продажа: продавец владеет лежащим в основе опциона активом. Он рассчитывает на то, что цена лежащего в основе опциона актива останется прежней или слегка понизится. Если он окажется прав, то принимает полученную премию в качестве прибыли для повышения доходности своих инвестиций. Риск заключается в том, что если рынок начнет внезапно подниматься, то инвестор теряет потенциальный доход от своего актива. Действительно, ведь продавец «колла» обещал продать свой актив по фиксированной цене, а если цена исполнения плюс полученная премия станут меньше текущей рыночной цены, то это рассматривается как недополучение дохода, или упущенная выгода, так как он продает свой актив дешевле, чем он на самом деле стоит на рынке. Однако прямых убытков продавец «колла» в этом случае все же не несет по сравнению с «непокрытой» продажей колла.

Стратегия «Продажа пута» – продажа опциона на продажу.

Конструкция опциона – продать один опцион на продажу актива А с ценой исполнения 100 руб., датой исполнения июль, с получением за это премии 5 руб.

Краткая запись. Продать июльский 100 пут А за 5.

Формулы расчета прибыли (убытка) (соответствует «покупке пута», но со знаком минус):

- при $C_a > C_i$ $P = +П$;
- при $C_a < C_i$ $P = C_a - (C_i - П) = -(C_i - П) - C_a$.

Пример.

Таблица 14.7

Возможная рыночная цена актива на дату исполнения опциона (C_a)	Прибыль (убыток) при цене исполнения 100
85	-10
90	-5
95	0
100	+5
105	+5

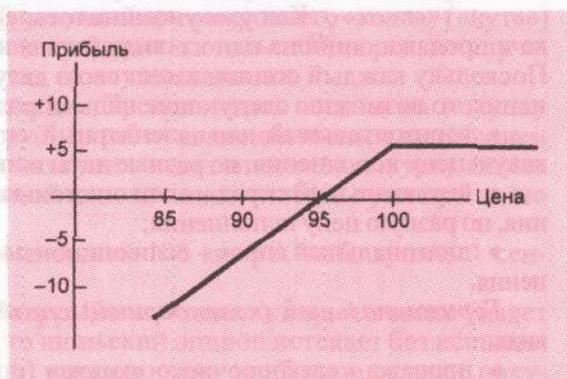


Рис. 14.4

Основные характеристики:

- максимальный риск – цена исполнения минус премия;
- максимальный доход – полученная премия;
- точка нулевого дохода/убытка – цена исполнения минус премия;
- область применения – рыночные цены испытывают повышающую тенденцию.

Комментарий. Спекулятивная стратегия продажи путов основана на том предположении, что цена лежащего в основе опциона актива не упадет и что она останется относительно стабильной. Если торговец хочет играть на повышении цен и рассчитывает на то, что цена поднимется, то продажа путов – не очень хорошая стратегия, поскольку максимальная прибыль продавца – это полученная им премия. В противоположность этому потенциальная прибыль владельца «колла» – не ограничена. Продавец «пута» хочет, чтобы цены оставались стабильными, с тем чтобы он мог заработать на компоненте временной стоимости премии. Пут «за деньги» с истечением через три месяца мог бы иметь относительно большую премию, которая вся состояла бы из временной стоимости. Если цена лежащего в основе опциона актива останется в узких границах, то временная стоимость начнет уменьшаться со все большей скоростью и к сроку истечения опциона дойдет до нуля. Это составит прибыль продавца пута, если опцион истечет без исполнения.

В случае продажи пута нет деления на «покрытый» и «непокрытый» опцион по существу опциона: независимо от того, есть ли у продавца опциона лежащий в его основе актив или нет, он в случае исполнения опциона

14.2.2. ДРУГИЕ ОПЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ

Как уже упоминалось, спрэд – это одновременная покупка и продажа опциона одного вида (колла или пута) на один и тот же актив. Поскольку каждый опцион имеет свою дату исполнения и свою цену исполнения, то возможны следующие виды спрэдов:

- горизонтальный, или календарный, спрэд – если опционы имеют одинаковую цену исполнения, но разные даты исполнения;
- вертикальный спрэд – если опционы имеют одинаковую дату исполнения, но разную цену исполнения;
- диагональный спрэд – если опционы имеют разные даты и цены исполнения.

Горизонтальный (календарный) спрэд может иметь следующие подвиды:

- продажа краткосрочного «колла» («пута») и покупка долгосрочного «колла» («пута») или продажа «колла» («пута») и покупка «колла» («пута») с одинаковой ценой исполнения, но дата исполнения продаваемого опциона ближе, чем дата исполнения покупаемого опциона;
- продажа долгосрочного «колла» («пута») и покупка краткосрочного «колла» («пута») или продажа «колла» («пута») и покупка «колла» («пута») с одинаковой ценой исполнения, но дата исполнения продаваемого опциона дальше, чем дата исполнения покупаемого опциона.

Вертикальный спрэд может иметь следующие подвиды:

- продажа «колла» («пута») и покупка «колла» («пута») с одинаковой датой исполнения, но цена исполнения продаваемого опциона больше, чем цена исполнения покупаемого опциона;
- продажа «колла» («пута») и покупка «колла» («пута») с одинаковой датой исполнения, но цена исполнения продаваемого опциона меньше, чем цена исполнения покупаемого опциона.

Диагональный спрэд теоретически может иметь такие подвиды:

- продажа «колла» («пута») и покупка «колла» («пута»):
 - а) цена исполнения продаваемого опциона выше цены исполнения покупаемого опциона, а дата исполнения продаваемого опциона раньше даты исполнения покупаемого опциона;
 - б) цена исполнения продаваемого опциона выше цены исполнения покупаемого опциона, а дата исполнения продаваемого опциона дальше даты исполнения покупаемого опциона;
 - в) цена исполнения продаваемого опциона ниже цены исполнения покупаемого опциона, а даты исполнения соотносятся как в пункте «а»;
 - г) цена исполнения продаваемого опциона ниже цены исполнения покупаемого опциона, а даты исполнения соотносятся как в пункте «б».

В качестве примера рассмотрим стратегию «Горизонтальный спрэд».

Стратегия «Горизонтальный спрэд» – продажа краткосрочного «колла» («пута») с одновременной покупкой долгосрочного «колла» («пута») с той же ценой исполнения.

Данная стратегия исходит из того, что разница между ценами (премиями) на опционы «колл» («пут») с течением времени увеличивается, так как в краткосрочных опционах временная составляющая их стоимости уменьшается обычно быстрее, чем в долгосрочных опционах. По этой причине вторая разновидность горизонтальных спрэдов – продажа долгосрочного «колла» («пута») с одновременной покупкой краткосрочного «колла» («пута») с той же ценой исполнения – может применяться только в тех редких случаях, когда описанная закономерность не осуществляется.

Пример конструкции стратегии. Продать один опцион на покупку актива А с ценой исполнения 100 руб., датой исполнения июнь, с получением за это премии 5 руб., и одновременно купить один опциона покупку актива А с ценой исполнения 100 руб., датой исполнения сентябрь, с уплатой за это премии 10 руб.

Краткая запись. Продать 1 июньский 100 колл А за 5, купить 1 сентябрьский 100 колл А за 10.

Рассмотрим эту стратегию. Если рыночная цена актива А в июне упадет ниже цены исполнения опциона, то июньский опцион истекает без исполнения, и его продавец (наш инвестор) имеет по нему прибыль в размере полученной премии (5 руб.). Теперь у инвестора остается опцион на покупку в сентябре, за который он заплатил премию 10 руб., т.е. его общий результат – убыток в размере 5 руб.

Если рыночная цена актива в июне превысит цену исполнения опциона плюс полученная премия, то убыток по июньскому «коллу» может превысить полученную премию по сентябрьскому «коллу» и тогда по состоянию на 1 июня инвестор будет нести потери. Например, рыночная цена актива на 1 июня поднялась до 110 руб. Убыток по июньскому «коллу» равен 5 руб. [110 руб. – (100 руб. + 5 руб.)]. Уплаченная ранее премия по сентябрьскому «коллу» составляет 10 руб. Общий результат – убыток в размере 15 руб.

Данная стратегия лучше всего подходит для ситуации, когда цена актива равна или почти равна цене исполнения опциона. В этом случае полученная прибыль максимальна. Например, цена актива составила на 1 июня 100 руб..

Прибыль по июньскому «коллу» равна полученной премии 5 руб. Результат по сентябрьскому «коллу» равен разности между премией по нему на 1 июня и уплаченной ранее (при покупке этого «колла») премии (10 руб.), Поскольку с течением времени размер премии, как правило, снижается, то предположим, что она составила 8 руб. Тогда результат по сентябрьскому «коллу» – убыток 2 руб. А общий результат равен 3 руб, прибыли (5 руб. – 2 руб.).

Пример.

Таблица 14.8

Возможная рыночная цена актива в июне	Прибыль (убыток) по июньскому «коллу»	Прогнозируемая цена сентябрьского «колла» в июне	Прибыль (убыток) по сентябрьскому «коллу»	Чистая прибыль (убыток)
90	5	5	-5	0
95	5	7	-3	2
100	5	8	-2	3
105	0	10	0	0
110	-5	12	+2	-3
115	-10	14	+4	-6

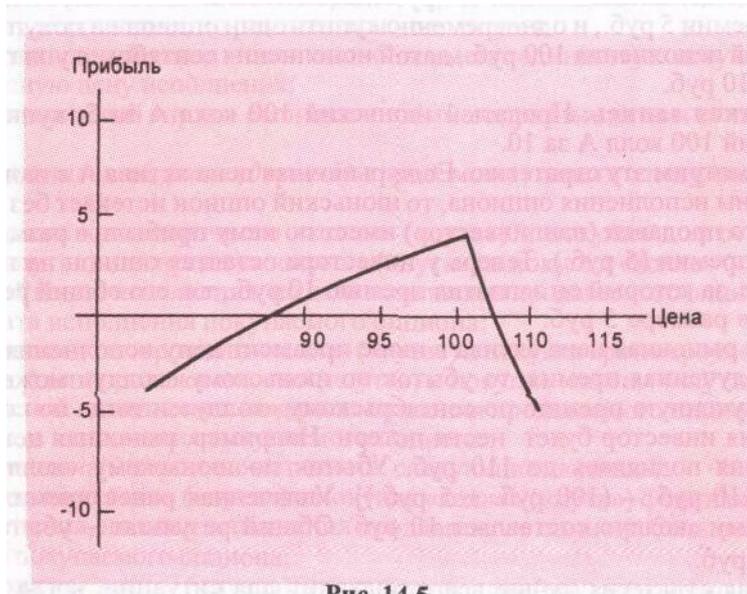


Рис. 14.5

Как можно заметить из рис. 14.5, стратегия горизонтального спреда лучше всего подходит, когда рынок статичен и рыночная цена актива очень близка к цене исполнения опциона.

Комбинационные опционные стратегии. Теоретически комбинаций или сочетаний опционов «колл» и «пут» с любыми ценами и датами исполнения может быть достаточно много. Основными комбинациями считаются две:

«стрэдл» – покупка (продажа) «колл» и покупка (продажа) «пут» при одной и той же цене и дате исполнения опционов;

«стрэнгл» – покупка (продажа) «колл» и покупка (продажа) «пут» при одинаковой дате исполнения опционов, но с разными ценами исполнения.

Пример стратегии «Стрэдл».

Покупка стрэдла. Покупка опциона «колл» и покупка опциона «пут» с одинаковыми ценами и датами исполнения.

Конструкция – купить июньский 100 «колл» за 5 и купить июньский 100 «пут» за 10.

Пример стратегии «Стрэнгл».

Покупка стрэнгла. Покупка опциона «колл» и покупка опциона «пут» с одинаковыми датами исполнения, но с разными ценами исполнения.

Конструкция – купить июньский 105 «колл» за 5 и купить июньский 100 «пут» за 10.

Синтетические опционные стратегии. Наиболее значимыми синтетическими стратегиями являются следующие:

- покупка (продажа) опциона «колл» и одновременная продажа (покупка) опциона «пут» с одинаковыми датами и ценами исполнения;
- покупка (продажа) актива на физическом рынке и:
 - а) продажа (покупка) опциона «колл»;
 - б) покупка (продажа) опциона «пут».

Стратегия «Синтетическая покупка»

Конструкция – купить «колл» и продать «пут» с одинаковыми датами и ценами исполнения,

Пример конструкции – купить один опцион на покупку актива А с ценой исполнения 100 руб., датой исполнения июль, с уплатой премии 3 руб. и одновременно продать один опцион на продажу этого же актива с ценой

исполнения 100 руб., датой исполнения июнь, с получением премии 5 руб.

Краткая запись. Купить июньский 100 «колл» за 3 и продать июньский 100 «пут» за 5.

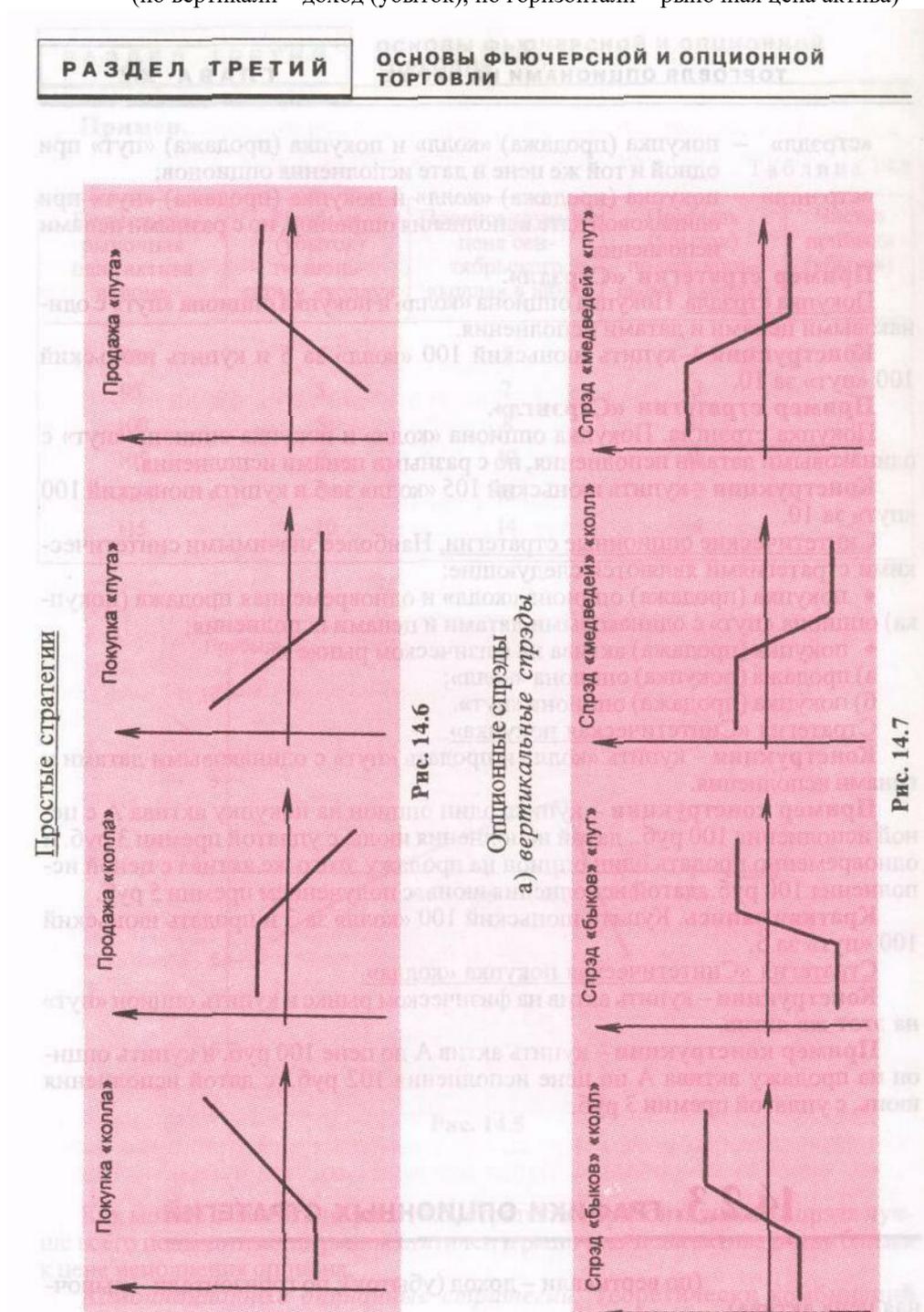
Стратегия «Синтетическая покупка «колла».

Конструкция – купить актив на физическом рынке и купить опцион «пут» на этот же актив.

Пример конструкции – купить актив А по цене 100 руб. и купить опцион на продажу актива А по цене исполнения 102 руб., с датой исполнения июнь, с уплатой премии 3 руб.

14.2.3. ГРАФИКИ ОПЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ

(по вертикали – доход (убыток); по горизонтали – рыночная цена актива)



б) горизонтальный спрэд

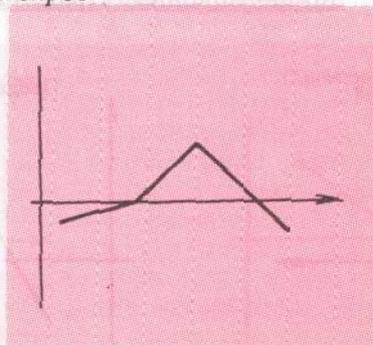


Рис. 14.8

в) диагональный спрэд

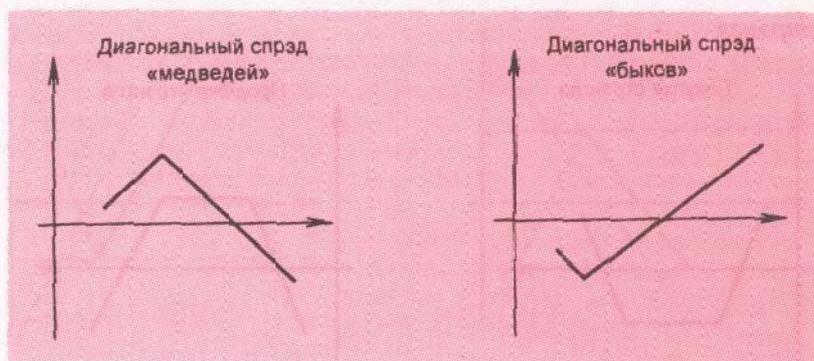


Рис. 14.9

г) спрэд «бабочка»

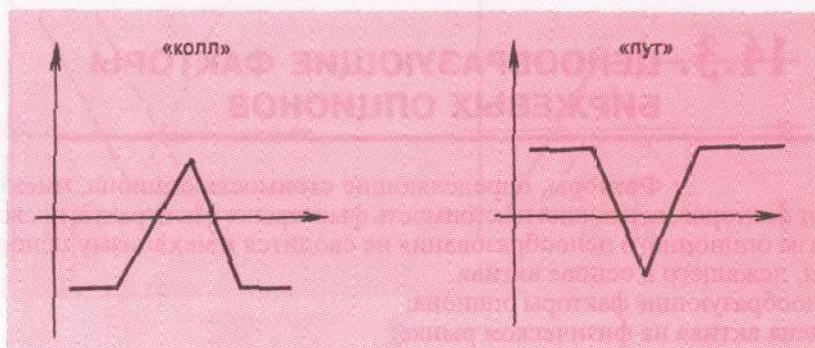


Рис. 14.10

Комбинационные стратегии

а) стрэдл

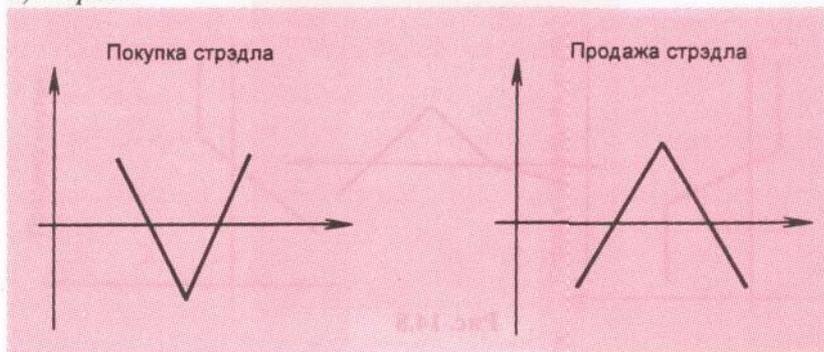


Рис. 14.11

б) стрэнгл

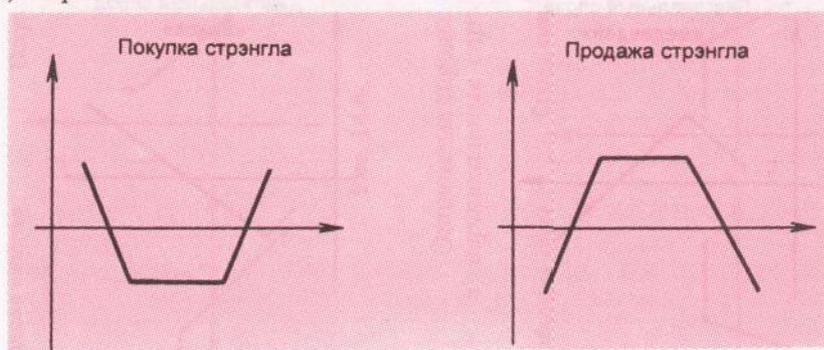


Рис. 14.12

14.3. ЦЕНООБРАЗУЮЩИЕ ФАКТОРЫ БИРЖЕВЫХ ОПЦИОНОВ

Факторы, определяющие стоимость опциона, имеют отличия от факторов, влияющих на стоимость фьючерсного контракта, поскольку механизм опционного ценообразования не сводится к механизму ценообразования, лежащего в основе актива.

Ценообразующие факторы опциона:

- цена актива на физическом рынке;
- цена исполнения опциона;
- срок действия опциона (время);

Синтетические стратегии

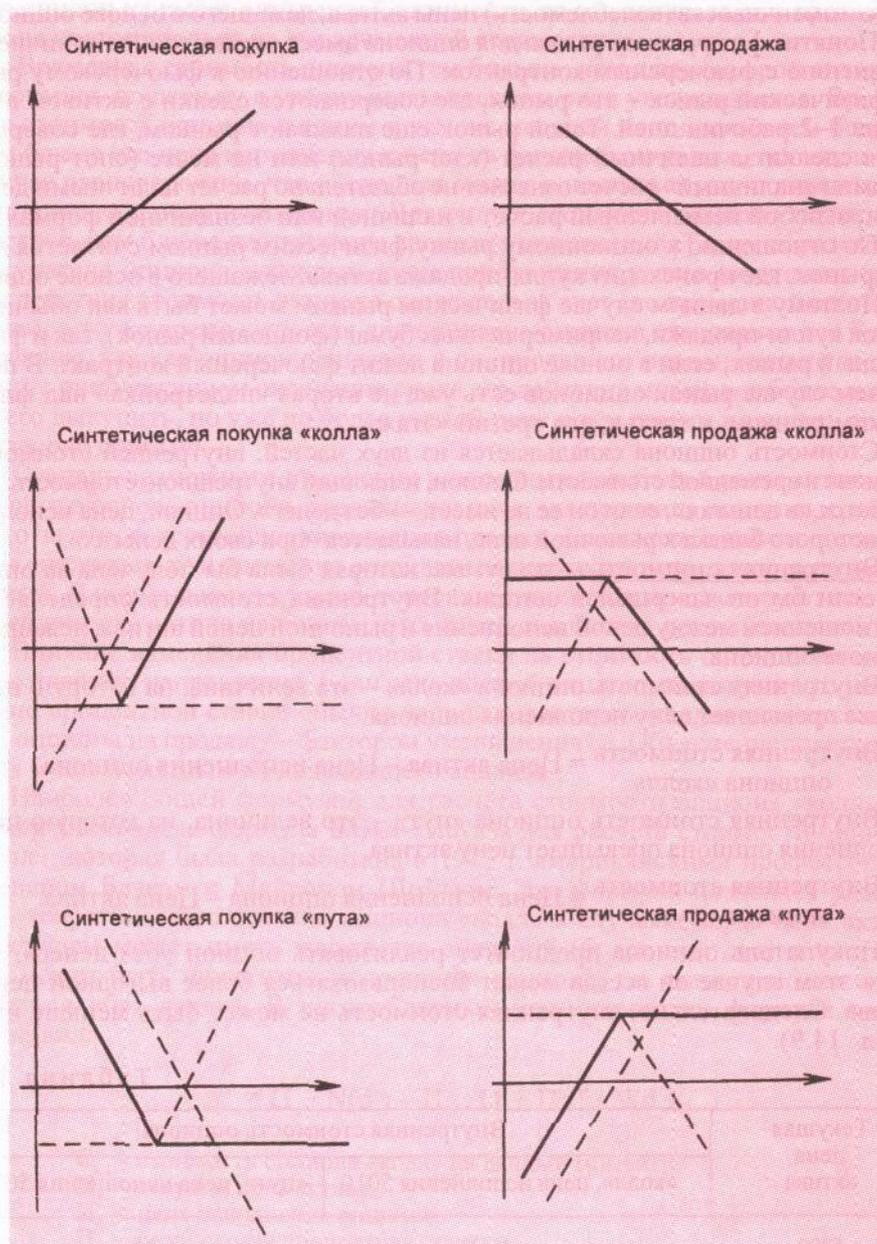


Рис. 14.13

- процентная ставка (имеется в виду безрисковая процентная ставка, например, в первоклассных банках или по гособлигациям);
- изменчивость (колеблемость) цены актива, лежащего в основе опциона,

Понятие физического рынка для опциона имеет определенное отличие по сравнению с фьючерсным контрактом. По отношению к фьючерсному рынку физический рынок – это рынок, где совершаются сделки с активом в течение 1-2 рабочих дней. Такой рынок еще называют рынком, где совершаются сделки за наличный расчет (кэш-рынок) или на месте (спот-рынок). (Термин «наличный» расчет означает не обязательно расчет наличными деньгами, а любой немедленный расчет в наличной или безналичной формах.)

По отношению к опционному рынку физическим рынком считается любой рынок, где происходит купля-продажа актива, лежащего в основе опциона. Поэтому в данном случае физическим рынком может быть как обычный рынок купли-продажи, например ценных бумаг (фондовый рынок), так и фьючерсный рынок, если в основе опциона лежит фьючерсный контракт. В последнем случае рынок опционов есть уже не вторая «надстройка» над физическим рынком, а третья, его третий «этаж».

Стоимость опциона складывается из двух частей: внутренней стоимости опциона и временной стоимости.

Опцион, имеющий внутреннюю стоимость, называется «в деньгах», если он ее не имеет, – «без денег». Опцион, цена исполнения которого близка к рыночной цене, называется «при своих деньгах».

Внутренняя стоимость – это сумма, которая была бы получена за опцион, если бы он завершился сегодня. Внутренняя стоимость определяется соотношением между ценой исполнения и рыночной ценой актива, лежащего в основе опциона.

Внутренняя стоимость опциона «колл» – эта величина, на которую цена актива превышает цену исполнения опциона.

Внутренняя стоимость опциона «колл» = Цена актива – Цена исполнения опциона.

Внутренняя стоимость опциона «пут» – это величина, на которую цена исполнения опциона превышает цену актива.

Внутренняя стоимость опциона «пут» = Цена исполнения опциона – Цена актива.

Покупатель опциона предпочтет реализовать опцион «без денег», так как в этом случае он всегда может воспользоваться более выгодной ценой актива. Следовательно, внутренняя стоимость не может быть меньше нуля (табл. 14.9).

Таблица 14.9

Текущая цена актива	Внутренняя стоимость опциона	
	«колл», цена исполнения 5010	«пут», цена исполнения 5010
5000	0	10
5010	0	0
5020	10	0

Временная стоимость опциона – эта разница между ценой опциона (премией) и его внутренней стоимостью. Если цена исполнения опциона такова, что опцион не имеет внутренней стоимости, то это означает, что премия опциона состоит только из его временной стоимости.

Временная стоимость опциона тем больше, чем длиннее срок его существования, поскольку с увеличением времени риск увеличивается. Временная стоимость опциона с одним и тем же месяцем исполнения тем больше, чем ближе его цена исполнения к цене на физическом рынке, так как в этом случае равновероятно, что последняя может повыситься или понизиться по отношению к цене исполнения. Временная стоимость опциона падает тем быстрее, чем ближе наступление срока его исполнения. Таким образом, для покупателя опциона с каждым днем приближения к дате окончания срока его действия стоимость опциона снижается за счет его временной составляющей, в то же время ситуация для продавца опциона становится все благоприятнее, так как опцион дешевеет, и он, продав его первоначально за одну цену, с приближением окончания срока его действия может все более выгодно его выкупить, но уже по более низкой цене и тем самым получить спекулятивную прибыль.

Степень возможного изменения или разных колебаний цены актива, лежащего в основе опциона, увеличивает риск для продавца опциона, требующего за это, естественно, увеличения премии. Если колеблемость цены актива снижается, то и премия по опционам на покупку или продажу тоже уменьшается. В нормальных условиях торговцы опционами прогнозируют степень колеблемости актива на основе того, какой она была у него в прошлом.

Влияние изменения процентной ставки на стоимость опциона не имеет однозначного направления. Если речь идет об опционе на покупку, то увеличение процентной ставки обычно является фактором увеличения премии, а для опциона на продажу – фактором уменьшения ее. Объяснение такого влияния будет понятным из дальнейшего анализа.

Наиболее общей формулой для расчета стоимости опциона «колл» является знаменитая формула Блэка-Шоулза для расчета стоимости опциона «колл», которая была разработана в 1973 г. американскими профессорами Фишером Блэком и Тайроном Шоулзом. Эта формула позволяет рассчитать теоретическую премию опциона «колл» в случаях, когда цена актива в будущем может иметь множество значений (более чем два) и часть из них может быть ниже цены исполнения опциона, т.е. опцион может оканчиваться «без денег». В употребляемых нами символах формула имеет такой вид:

$$C_k = C_a \cdot P(d_1) - C_{ii} \cdot (1+P)^T \cdot P(d_2),$$

где C_k – стоимость опциона «колл» на данный момент;
 C_a – текущая цена актива;
 C_{ii} – цена исполнения опциона;
 P – безрисковая процентная ставка;
 T – временной интервал;

$P(d_1)$ и $P(d_2)$ – вероятности, определяемые по таблице значений ряда нормального распределения вероятностей.

$$d_1 = [L_n(C_a : C_u) + (P + 0,5 \cdot \sigma^2) \cdot T] : [\sigma \cdot \sqrt{T}];$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T},$$

где σ – средний уровень колеблемости цены актива, лежащего в основе опциона, за промежуток времени T ;
 $L_n (C_a: C_n)$ – натуральный логарифм частного от деления текущей цены актива на цену исполнения опциона,

В целом влияние всех пяти факторов на опционную премию в зависимости от вида опциона приведено в табл. 14.10. Здесь показано направление влияния всех пяти ценообразующих премию опциона факторов для американского типа опционов.

Таблица 14.10

Факторы, влияющие на величину премии	Премия	
	по опциону на покупку («колл»)	по опциону на продажу («пут»)
Увеличение текущей цены актива, лежащего в основе опциона	Увеличивается	Уменьшается
Увеличение цены исполнения опциона	Уменьшается	Увеличивается
Удлинение времени до исполнения опциона	Увеличивается	Увеличивается
Увеличение размера безрисковой процентной ставки	Увеличивается	Уменьшается
Увеличение колеблемости цены актива	Увеличивается	Увеличивается

В целом следует отметить, что ценообразование опционов имеет ярко выраженный вероятностный характер.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

- *опцион: колл и пут*

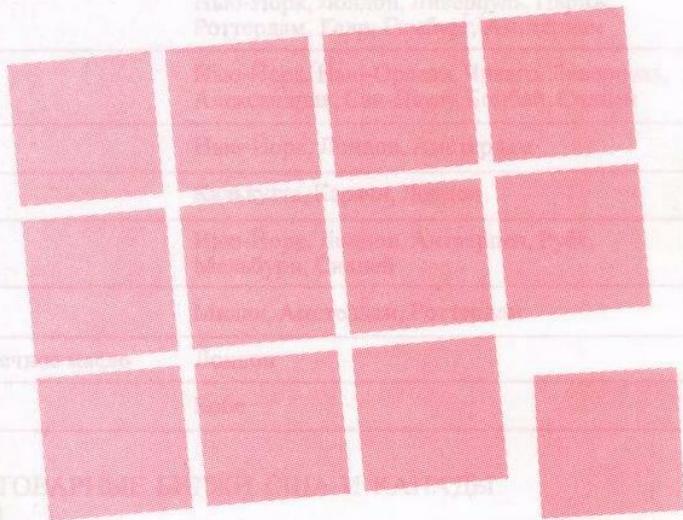
КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Дайте определение опциону.
2. Чем отличается опцион пут от опциона колл?
3. Чем отличается опцион от фьючерса?
4. Дайте характеристику видов опциона.
5. Перечислите преимущества опционов.
6. В чем состоят базисные опционные стратегии:
 простые;
 другие?
7. Как можно графически изобразить опционные стратегии?
8. Как формируется цена на биржевые опционы?

4

РАЗДЕЛ ЧЕТВЕРТЫЙ

Биржевая энциклопедия



Ведущие биржи мира

Таблица 1

Важнейшие центры мировой биржевой торговли по различным направлениям специализаций

Вид материала	Местонахождение биржи
Цветные металлы	Лондон, Нью-Йорк, Пинанг
Натуральный каучук	Сингапур, Малайзия, Лондон, Нью-Йорк
Какао-бобы	Нью-Йорк, Лондон, Париж, Амстердам
Зерновые	Чикаго, Миннеаполис, Канзас-Сити, Виннепег, Лондон, Ливерпуль, Милан, Антверпен, Роттердам, Кобе
Сахар	Лондон, Париж, Нью-Йорк
Кофе	Нью-Йорк, Лондон, Ливерпуль, Париж, Роттердам, Гавр, Гамбург, Амстердам
Хлопок	Нью-Йорк, Нью-Орлеан, Чикаго, Ливерпуль, Александрия, Сан-Паулу, Бомбей, Сидней
Хлопковое масло	Нью-Йорк, Лондон, Амстердам
Джут	Калькутта, Карачи, Лондон
Шерсть	Нью-Йорк, Лондон, Антверпен, Рубе, Мельбурн, Сидней
Рис	Милан, Амстердам, Роттердам
Соевое и подсолнечное масло	Лондон
Шелк-сырец	Кобе

ТОВАРНЫЕ БИРЖИ США И КАНАДЫ

Американские товарные биржи представляют собой частные организации, учрежденные и руководимые членами биржи, которыми могут быть любые юридические лица (брокерские фирмы, банки, инвестиционные компании и пр.) и отдельные граждане.

Одной из наиболее существенных характерных черт американских бирж является значительно большее, чем где-либо еще, число товаров, охваченных срочными сделками. Таких товаров около 40, причем их число изменяется: определенные предметы перестают быть объектами срочных сделок и одновременно открываются срочные контракты на новые товары.

В США в последнее время наблюдается тенденция к концентрации оборотов на биржах, имеющих наибольшую ликвидность. В результате активные биржи развиваются наиболее динамично, а менее активные утрачивают свое значение в срочных и эффективных оборотах.

Концентрация оборотов является следствием острой конкуренции между биржами за участников сделок.

По многим товарам конкуренция между биржами держится в течение длительного времени. Сохранению отдельных сделок на различных биржах способствует определенная дифференциация товаров, приводящая к тому, что конкуренция не носит прямого характера. Хороший пример этому – американский рынок пшеницы.

Срочные сделки на пшеницу реализуются в США на четырех биржах. На большинстве бирж единицей сделок являются 5000 бушелей, за исключением Tid-Ategiscap Commodity Exchange, где 1 равна 1000 бушелей, благодаря чему эта биржа привлекательна для клиентов с меньшей покупательной способностью или с меньшими возможностями предложения. На каждой бирже торгуют несколькими отличными друг от друга сортами зерна, хотя эти сорта могут быть заменены одним сортом, определенным во всех срочных контрактах. Следующим фактором, ослабляющим конкуренцию и позволяющим развиваться всем четырем рынкам пшеницы, является их географическая отдаленность. Еще одним способом сохранения относительно сильных рыночных позиций конкурирующих бирж является несовпадение сроков, в которые может происходить выполнение сделок.

Стремясь к усилению своих позиций, многие американские биржи предпринимают в последнее время некоторые шаги к кооперированию, что в будущем может привести к слиянию бирж. Наиболее четко данная тенденция прослеживается на нью-йоркских биржах. Например, Нью-Йоркская Коммерческая Биржа (ПУТЕХ)

заключила соглашение с Нью-Йоркской биржей хлопка (ПУСЕ), на основании которого члены ПУТЕХ могут торговать жидким пропаном на ПУСЕ, а члены ПУСЕ – заключать немедленные сделки на картофель на ПУТЕХ.

ЧИКАГСКАЯ ТОРГОВАЯ БИРЖА (CHICAGO BOARD OF TRADE)

Традиционно Чикаго являлось основным местом, куда летом съезжались фермеры Среднего Запада для продажи урожая зерновых.

Чикагская Торговая Биржа (ЧТБ), основанная в 1848 г группой из 82 предприимчивых торговцев зерном, – старейшая и одна из крупнейших в мире бирж фьючерсной торговли.

В русском языке встречается и другое название Chicago Board of Trade (СВТ) – Чикагская Торговая Палата, соответствующее ее дословному переводу с английского языка.

Чикагская Торговая Биржа (ЧТБ) является рынком опционов фьючерсных контрактов на сельскохозяйственную продукцию, металлы и финансовые средства. Официально временем появления первого фьючерсного контракта считается 1865 г., когда Чикагская Торговая Биржа предприняла свой первый саморегулирующий шаг по упорядочению торговли зерновыми – разовые фьючерсные контракты на зерновые.

Деятельность ЧТБ со временем менялась: впервые в истории фьючерсных бирж на ней были организованы дополнительные вечерние смены, т.е. расширены часовые пояса для биржевых операций с рынками стран Дальнего Востока; открыты конторы в Англии, Японии и многих других странах. Все эти действия улучшали эффективность данной биржи для представителей делового мира разных стран.

Кроме фьючерсной торговли пшеницей, соевыми бобами, кукурузой, овсом, соевым маслом и соевой мукой, серебром, золотом, ЧТБ является местом торговли долгосрочными ценными бумагами правительства США (облигациями, бонами и пр.), банковскими депозитами, ипотекой, индексами курсов акций и муниципальными облигациями.

Участвовать в совершении сделок на бирже могут мужчины старше 21 года, с хорошей репутацией и вновь принятые в ее члены по рекомендации двух других членов биржи. В течение 30 дней после своего избрания новый член биржи должен купить свое членство и внести вступительный взнос в Чикагскую ассоциацию торговли.

Членами биржи являются отдельные лица, хотя фирмы могут быть зарегистрированы для совершения сделок через членов биржи. Например, фирма может совершать сделки от своего имени, если два руководителя являются членами биржи и зарегистрированы от имени этой фирмы.

В зависимости от категории членства член биржи может торговать всеми или отдельными видами товаров. Соответственно этому места на бирже различаются по стоимости и количеству голосов. Как правило, полное место, позволяющее осуществлять операции на всех пятах биржи, дороже и имеет большее количество голосов по сравнению с местом «с ограниченным пространством действия». Основные категории членства на бирже следующие:

FULL, AT, GIT, COT, IDET и CGCE. Принадлежность к той или иной категории членства можно определить по одной из табличек, прикрепленных на рабочий пиджак члена биржи во время торговли.

Деятельность ЧТБ контролируется и регулируется Чикагской ассоциацией торговли, разрабатывающей правила и условия торговли на бирже. Ассоциация осуществляет свою деятельность под руководством Совета директоров биржи, состоящего из 24 членов.

В торговом зале биржи каждый рабочий день для совершения сделок собираются несколько сотен членов биржи. Фьючерсная торговля происходит в так называемых «ямах», отведенных для отдельных товаров. Наиболее активные «ямы» отведены для торговли сои-бобами, пшеницей, кукурузой, овсом, соевым маслом и мукой. Каждая «яма» – серия ступенек, спускающихся вниз до уровня торгового зала. Верхняя ступенька занимается служащими биржи, в обязанности которых входит следить за изменением цен на бирже и передавать эти сведения в центр котировок, сообщаящий эти данные на бирже. С более поздними месяцами поставки товаров торговцы располагаются на низких ступеньках, а с близкими – верхних, ближе к телефонам.

Предложения на бирже совершаются методом выкрика (ореп outсгу), сопровождающимся подачей сигналов руками. Сделки, заключенные в «ямах», должны быть сверены сторонами в течение 15 мин.

ЧИКАГСКАЯ КОТТЕРЧЕСКАЯ БИРЖА (CHICAGO FUTURES EXCHANGE)

Годом основания Чикагской Коммерческой Биржи (ЧКБ) считается 1874 г., когда группа дилеров сельскохозяйственного профиля образовали Чикагскую Продуктовую Биржу как организованный рынок масла, яиц и других продуктов.

В 1898 г дилеров, специализирующихся на торговле сливочным маслом и яйцами, вывели из этой группы и создали отдельный Чикагский Совет по маслу и яйцам.

В конечном итоге биржа начала торговать столь разнообразной продукцией, что в 1919 г была реорганизована и переименована в Чикагскую Коммерческую Биржу.

В настоящее время на Чикагской Коммерческой Бирже осуществляется торговля:

1) фьючерсными контрактами многих сельскохозяйственных товаров (рогатый скот, свиньи, свиная грудинка и пр.);

2) ценными бумагами (фьючерсные контракты на 90-дневные облигации федерального казначейства США и трехмесячные депозиты евродолларов);

3) фьючерсами на иностранную валюту (английские фунты, канадские доллары, французские франки, германские марки, японские иены и пр.). В 1972 г было образовано специальное отделение биржи – Теждународный Валютный Рынок (International Monetary Market);

4) индексами биржевых курсов 500 акций Standard and Poor's (S&P-500) отделение биржи – Рынок Индексов и Опционов (Index and Option Market) было открыто в 1982 г.

Руководящий орган биржи – Совет директоров, состоящий из 25 человек и избираемый членами биржи.

Все члены ЧКБ имеют соответствующие знаки различия, позволяющие определить, кто их обладатели и чем они могут торговать. Членство на бирже дает следующие права: участия в торгах и в деятельности различных комитетов биржи, голосования на собраниях, прослушивания курсов повышения квалификации, предоставления информации на различные темы и пр.

На ЧКБ 2724 члена и существует трехуровневое членство:

- полное членство (право торговать всеми контрактами, упомянутыми в правилах биржи);
- членство в секторе Теждународного Валютного Рынка (право торговли валютными фьючерсными контрактами);
- членство в секторе Рынка Индексов и Опционов (право торговли фьючерсными контрактами на индексы акций 500 крупнейших компаний и различными опционами контрактов).

Заключение фьючерсных сделок ведется в специальных местах операционного зала – «ямах». Каждая из них делится на более мелкие сегменты, различающиеся по месяцам контрактных поставок. Наибольшее пространство занимает сегмент ведущего месяца (lead), ближайшего к истечению срока, на время которого приходятся наиболее активные торги.

Как правило, в операционном зале ЧКБ во время биржевой сессии находится 3-4 -№10. человек (брокеры, трейдеры, рассыльные, биржевые репортеры и наблюдатели).

Пиджаки – основной элемент определения рода занятий лиц на бирже. Например, владельцы красных пиджаков – полноправные члены биржи, голубых – биржевые репортеры, зеленых – клерки, занимающиеся урегулированием ауттрейда.

Календарная дата и текущее время высвечиваются на электронном табло. Каждые полчаса раздается звуковой сигнал нового тридцатиминутного интервала, в рамках которого будут заключаться сделка. Назначение такой наглядной системы – помощь в точном определении времени совершения сделок в случае возникновения каких-либо затруднений.

Процесс выполнения поручений на бирже занимает около 2-3 мин:

- поручение поступает в операционный зал биржи;
- рассыльным оно доставляется в соответствующий участок торговой «ямы»;
- биржевой брокер принимает на себя ответственность за выполнение поручения и подтверждает сроки, цену и размеры контракта;
- биржевой репортер регистрирует цену для ввода в компьютерную систему сообщения курсов ЧКБ;
- клиент получает подтверждение исполнения своего поручения.

СРЕДНЕАТЕРИКАНСКАЯ ТОВАРНАЯ БИРЖА (TID-АТЕГИСАП СОТТОДИТИ ЕХСНАПЕ)

Третья крупная, хотя и меньшая по сравнению с двумя предыдущими, чикагская биржа – Tid-Atericap Cottedity Exchange, доля которой во фьючерсных оборотах США составляет около 2%.

Биржа была основана в 1868 г и зарегистрирована как Чикагский Открытый Совет по Торговле.

В 1986 г. Чикагская Торговая Биржа объединилась со Среднеамериканской Товарной Биржей. У них общие площади и персонал. На Среднеамериканской Товарной Бирже осуществляется фьючерсная и реальная торговля пшеницей, кукурузой, овсом, соей, рисом, рафинированным сахаром, говядиной, живым крупным рогатым скотом и свининой, серебром, золотом, валютами и финансовыми инструментами.

Фьючерсные сделки заключаются в Чикаго также на рисовой и хлопковой бирже (Chicago Rice and Cotton Exchange), но масштабы этих сделок там невелики (0,1% общего числа фьючерсных сделок в США). Данная биржа, в прошлом Товарная Биржа Нового Орлеана, в 1983 г. переместилась в Чикаго в качестве филиала Среднеамериканской Товарной Биржи.

Хотя Чикаго является важнейшим центром фьючерсных сделок в США и достаточно хорошо наблюдается тенденция расширения международных сделок на биржах этого города, однако фьючерсные рынки Нью-Йорка играют большую роль в международной торговле.

НЬЮ-ЙОРКСКАЯ ТОВАРНАЯ БИРЖА (СОТТОДИТИ ЕХСНАПЕ ППС, (СОТЕХ))

СОТЕХ была образована в 1933 г. в Нью-Йорке путем слияния 4 небольших бирж, ведущих торговлю шкурами, кожами, шелком-сырцом, каучуком и металлами.

СОТЕХ – крупнейшая в мире биржа по сделкам с драгоценными металлами, является самоуправляемой, саморегулируемой частной организацией, функционирующей под наблюдением правительства.

Административное руководство биржей осуществляет избираемый ее членами Совет директоров, в состав которого входят 25 человек, представляющих 4 категории членов: торговцев реальным товаром, брокеров в биржевом кольце, «комиссионные дома» (особый вид посредников во фьючерсной торговле) и публику. Первые три группы имеют по семь мест, четвертая – три. Кроме того, самостоятельно избирается председатель Совета директоров.

СОТЕХ – биржа металлов, на ней осуществляются фьючерсные сделки: с золотом, серебром, медью, алюминием, а также на ней совершаются сделки с казначейскими векселями (T-bills) и долговыми расписками (T-notes).

НЬЮ-ЙОРКСКАЯ КОММЕРЧЕСКАЯ БИРЖА (ПЕУ-УОГК ТЕГКАПТИЛЕ ЕХСНАПЕ (ПУТЕХ))

ПУТЕХ является крупнейшей и динамично развивающейся биржей в Нью-Йорке. Она была основана в 1872 г. как рынок масла, сыра и яиц, получив через 10 лет свое нынешнее название.

Введение в конце 70-х годов нашего столетия фьючерсных контрактов на сырую нефть и другие энергоносители привело к бурному развитию биржи.

На ПУТЕХ предметами фьючерсной и реальной торговли являются платина, палладий, серебряные монеты, картофель, нефть, дизельное топливо, пропан и бессвинцовый бензин.

Данная биржа подтвердила свою ведущую роль во фьючерсных сделках с носителями энергии, что связано с расширением фьючерсных оборотов с нефтью и нефтепродуктами.

НЬЮ-ЙОРКСКАЯ БИРЖА КОФЕ, САХАРА И КАКАО (PEW-YORK COFFEE, SUGAR AND COCOA EXCHANGE (CSCE))

Основанная в 1882 г. группой торговцев кофе и первоначально известная как Биржа кофе, в 1916 г. она стала именоваться Биржей кофе, сахара и какао.

На ней осуществляется торговля какао-бобами, кофе, сахаром-сырцом, рафинированным сахаром.

НЬЮ-ЙОРКСКАЯ БИРЖА ПО ХЛОПКУ И ЦИТРУСОВЫМ (PEW-YORK COTTON, CITRUS AND PETROLEUM EXCHANGE INC. (PUC))

ПУСЕ была образована в 1870 г. 106 торговцами хлопка. В 1966 г. на бирже был образован филиал по цитрусовым (Citrus Associates of the Pew- York Cotton Exchange Inc.), в котором ведется фьючерсная торговля замороженным концентратом апельсинового сока.

В рамках биржи действует и фьючерсный рынок, организованный Petroleum Associates of Pew-York Cotton Exchange Inc., объектом сделок на котором является жидкий пропан.

В 1985 г. был создан филиал биржи по ценным бумагам для надзора за внедрением финансовых фьючерсных контрактов и опционов.

Кроме перечисленных товаров на крупнейших биржах Нью-Йорка торгуют также кожей, каучуком, рыбной мукой, шерстью и растительными маслами. Характерной чертой этих бирж является то, что на них совершаются арбитражные сделки между нью-йоркскими и европейскими, особенно лондонскими, биржами, что является выражением общей тенденции к развитию организационных связей между биржами разных стран, функционирующими в различных временных поясах, с целью расширения фьючерсного рынка в международном масштабе.

Помимо перечисленных, в США функционирует ряд других товарных бирж, среди которых наиболее значение имеют зерновые биржи:

- в Канзас-Сити (Kansas City Board of Trade), на которой кроме пшеницы, являющейся главным объектом оборота, совершаются также фьючерсные сделки на финансовые инструменты;
- в Тиннеполисе (Tippelapolis Grain Exchange), где ведется торговля пшеницей и сиропами с высоким содержанием кукурузной фруктозы;
- в Новом Орлеане, на которой проводятся фьючерсные операции с сырым и очищенным рисом, хлопком, а также соевым зерном.

Среди товарных бирж Канады необходимо прежде всего упомянуть Winnipeg Commodity Exchange, на которой заключаются реальные и фьючерсные сделки на пшеницу, ячмень, овес, рожь, рапс, семена льна, а также золото (в 1972 г. это была крупнейшая биржа в мире, осуществлявшая фьючерсные сделки на золото), а в последние годы еще и казначейские бонды. На канадских биржах интенсивные фьючерсные операции проводят фирмы США.

ТОВАРНЫЕ БИРЖЫ В ВЕЛИКОБРИТАНИИ

Лондон в течение столетий был и остается важным мировым финансовым центром, где расположены многочисленные фирмы услуг, такие, как банки, страховые компании, экспедиционные и фрахтовые учреждения, что во многом облегчает организацию международного оборота.

Во время второй мировой войны было закрыто большинство лондонских товарных бирж, которые после окончания войны начали постепенно возобновлять свою деятельность. Но в связи со значительным падением экономической роли Великобритании в мире, экономическими трудностями этой страны, снижением значения британской валюты в мировой валютной системе, а также под влиянием других факторов, прямо воздействующих на биржевую торговлю, часть товарных бирж в Великобритании переживает в настоящее время кризис, выражающийся в сокращении оборотов и относительном ослаблении позиции британских бирж по сравнению с американскими.

ЛОНДОНСКАЯ ФЬЮЧЕРСНАЯ И ОПЦИОННАЯ БИРЖА (THE LONDON FUTURE AND OPTION EXCHANGE)

К биржам мирового значения относится Лондонская Фьючерсная и Опционная Биржа, получившая свое нынешнее название в сентябре 1982 г. (ранее она называлась Лондонской Товарной Биржей).

Предметом оборота на этой бирже являются сельскохозяйственные продукты. Подходящий для каждого товара способ заключения и реализации сделок определен в правилах конкретного отделения. Поэтому они выделяются как отдельные формальные рынки.

Объектом совершения сделок на реальном и фьючерсном рынке являются следующие товары:

- кофе – оборот, организованный Coffee Terminal Market Association (предметом торговли является главным образом «Робуста»);
- какао – принципы торговли определены London Cocoa Terminal Market;
- белый сахар и сахар-сырец-оборот осуществляется под эгидой United Terminal Market Association;
- каучук – принципы торговли определены London Rubber Terminal Market Association;
- картофель – рынок организован The London Potato Futures Association;

- семена масличных культур и масла (соевое, кокосовое, рапсовое, подсолнечное, льняное и арахисовое) – данный рынок организован London Vegetable Oil Tarket Association;
- соевая дерть – принципы торговли определены Soya Bean Teal FuШres Association.

Сделки с перечисленными товарами заключаются в ходе утренних и послеобеденных сессий, что дает возможность проводить операции во время функционирования чикагских и нью-йоркских бирж, в том числе по арбитражным сделкам.

Лондонская биржа была первой в Европе, начавшая с 1987 г применение электронной системы при совершении коммерческих операций.

С июня 1990 г. на бирже открыт рынок по фьючерсным сделкам на специфический товар – индекс цветных металлов с расчетом наличными, отражающий общее движение цен на них. Индекс составляется из шести цветных металлов (алюминий, цинк, свинец, медь, никель, олово), торговля которыми ведется на Лондонской Бирже Теталлов.

Лондон является также важным центром торговли зерном, особенно пшеницей и ячменем. Реальные и фьючерсные сделки заключаются на принципах, определенных Объединением Торговли Зерном и Кормами (Grain and Feed Trade Association – GAFTA).

В Лондоне находятся два центра биржевой торговли зерном. Это биржи «Тарк Лейн» и «Балтик»).

Биржа «Тарк Лейн», на которой продается в основном зерно местного производства, была организована в 1928 г. Она характеризуется сравнительно небольшим объемом торговли зерновыми.

Крупнейшая в мире товарно-фрагтовая биржа – Балтийская биржа в Лондоне (The Baltic Exchange), образованная в 1903 г. для торговли со странами Балтийского моря.

Среди сырья растительного и животного происхождения, являющегося объектом биржевого оборота в Лондоне, следует также упомянуть шерсть (торговля организована London and New Zealand Futures Association), приправы, копру, джутовое и сизальное волокно, рыбную муку и бекон (The London Teat Futures Association).

ЛОНДОНСКАЯ БИРЖА МЕТАЛЛОВ (THE LONDON TETAL EXCHANGE)

Лондонская Биржа Металлов была организована в 1882 г. компанией «Tetal Tarket & Exchange Co.Ltd».

В период первой мировой войны биржа не работала. Ее деятельность была возобновлена в декабре 1918 г.

Во время второй мировой войны биржа бездействовала и вновь начала функционировать в 1945 г в соответствии с разрешением правительства Англии.

The London Tetal Exchange является традиционно ведущим в мире формальным рынком цветных металлов, выступает барометром цен в мировой торговле цветными металлами, используется для хеджирования, разрабатывает стандартные условия биржевых контрактов.

Объектом оборота на этой бирже являются: медь, алюминий, цинк, свинец, олово (до 1985 г.), никель и серебро. Здесь заключаются как фьючерсные, так и реальные сделки, причем доля вторых является действительно высокой. Значительную часть оборотов составляют сделки зарубежных контрагентов, в том числе западноевропейских, американских и японских, а так-же восточноевропейских (в частности, польской СІЕ «Трехтетал»). Ежедневные котировки этих металлов на бирже (по крайней мере большинство из них) являются одним из важнейших коэффициентов мировой цены, принятой в международных оборотах.

Члены Лондонской Биржи Теталлов делятся на две категории: индивидуальные члены биржи (принципалы), имеющие право заключать сделки на бирже от своего имени, и члены-представители (уполномоченные), заключающие сделки на бирже от имени фирм и компаний, представителями которых они являются.

Небольшая группа индивидуальных членов находится в привилегированном положении, так как им разрешаются заключать сделки непосредственно в кольце (за свой счет, выполнение заказов непривилегированных членов биржи и третьих лиц за вознаграждение). Это так называемые привилегированные члены биржи.

Непривилегированным членам биржи разрешается присутствовать при совершении сделки и давать поручения брокерам в наиболее выгодный момент.

Биржевые сессии проходят в большом зале, в центре которого расположены скамьи, предназначенные для членов биржи. Это и есть ринг – биржевое кольцо, где заключаются сделки.

Сделки на бирже заключаются в период биржевых сессий, которые происходят два раза в день (кроме суббот, воскресений и праздничных дней).

Каждым металлом здесь торгуют отдельно, в определенной последовательности, два раза по пять минут (исключение составляет медь, торговля которой ведется двумя разными стандартами) во время утренней или официальной сессии, после которой оглашается официальная котировка, начинающаяся в 11.50 и заканчивающаяся в 13.05. Послеобеденная сессия же начинается в 15.20 и заканчивается в 16.35.

После утренней и дневной сессий с разрешения Биржевого комитета проводится неофициальный торг, или так называемый керб (Kerb), когда между членами биржевого кольца заключаются неофициальные сделки, позволяющие выполнять поздние заказы. Этот торг происходит сразу же по всем металлам и никакими правилами кроме лимита во времени не ограничивается.

Лондон является также центром фьючерсного и реального оборота золота, реализуемого London Gold Futures Tarket. Это учреждение организовано лондонскими брокерскими фирмами и ими же и финансируется, а также Лондонской Биржей Металлов. Сделки заключаются в бюро одной из фирм между 8.30 и 19.30, причем цены устанавливаются между 10.30 и 15.00. Лондонский рынок золота уступает по интенсивности американским рынкам.

Одной из молодых лондонских бирж является созданная в 1980 г. International Petroleum Exchange of London, на которой объектом фьючерсных сделок являются нефть, мазут и дизельное топливо. Однако активность этой биржи меньше, чем соответствующих американских бирж, особенно NYTEX.

Кроме Лондона в Великобритании существуют и другие товарные биржи, в основном местного значения,

среди которых наибольший вес и международное влияние имеет рынок хлопка в Ливерпуле.

ТОВАРНЫЕ БИРЖЫ В ДРУГИХ ЕВРОПЕЙСКИХ СТРАНАХ

В континентальной части Европы наибольшую роль играют биржи во Франции, Нидерландах, Бельгии и Германии, хотя большинство из них носит локальный характер.

Среди французских бирж и бирж всей континентальной Европы наибольшее значение имеет парижская биржа – *Paris Bourse de Соттегсе*, на которой осуществляется торговля рафинированным сахаром, кофе в зернах (кофе «Робуста») и какао-бобами, а также в больших размерах соевой дертью. Это единственная в мире биржа рафинированного сахара международного масштаба, поэтому она притягивает хеджеров практически со всего мира на этот вид сахара.

Хотя парижская биржа не принадлежит к мировым лидерам фьючерсных сделок, но в последние годы заметен рост ее значения в международной торговле. Как французское правительство, так и хозяйственные круги заинтересованы в развитии биржевой торговли, в создании противовеса англо-саксонским биржам. Это нашло свое отражение в усовершенствовании системы биржевых расчетов, организации комиссии, контролирующей функционирование парижских формальных рынков.

В Нидерландах на биржах в Амстердаме активным в настоящее время является фьючерсный рынок картофеля (с 1958 г.), а также живого крупного рогатого скота, причем торговля ведется на принципах «*over-the-counter*», т.е. с помощью телефона и телекса, что, по мнению специалистов, ограничивает сферу рынка. Уменьшаются масштабы фьючерсных сделок с яйцами, телятиной, какао-бобами (какао является объектом торговли на специальной бирже «*Stichting Cocatertijpmarkt*»), полностью прекращена фьючерсная торговля свининой.

На организованной в Амстердаме в 1978 г. *Euroeagi Options Exchange* заключаются опционные сделки на золото (с 1980 г.) и на серебро (с 1983 г.).

В Антверпене, в Бельгии, объектом фьючерсных сделок является шерсть; там находятся 4 (из 13 в мире) биржи бриллиантов. Сделки на них заключаются на принципах «*over-the-counter*», существенная часть договоров обсуждается в маклерских бюро.

Биржи в Германии, например зерновые биржи в Дортмунде, Дуйсбурге, Франкфурте, Эссене, хлопковая в Бремене имеют локальный характер. Потенциальным центром фьючерсной торговли является Гамбург. На Гамбургской бирже котируются цены «спот» на бразильский и центральноамериканский кофе и «Робусту».

ВАЖНЕЙШИЕ ТОВАРНЫЕ БИРЖЫ В ОСТАЛЬНЫХ СТРАНАХ

В Австралии наиболее активной является биржа *Sydney Futures Exchange* (до недавнего времени – *Sydney Greasy Wool Futures Exchange*). Главным объектом оборота (в том числе фьючерсного) является неочищенная шерсть. Оживленный биржевой арбитраж проводится здесь с Лондоном и Нью-Йорком, Австралийские торговцы, а также отечественные и зарубежные производители, для которых шерсть является сырьем, заключают на этой бирже сделки с целью хеджирования. На этой бирже проводятся также фьючерсные операции со скотом, откормленными ягнятами, золотом, серебром, а также в последние годы финансовыми инструментами. В 1985 г. были введены опционные сделки на золото и серебро.

В Японии действует множество бирж местного значения. Арбитраж осуществляется в отношении таких товаров, как сахар, семена сои и шерсть, являющихся объектом международной торговли. Заключаются также фьючерсные сделки с бобами, сортовым хлопком, хлопковой пряжей, картофельным крахмалом, сырым и искусственным шелком, паприкой, сахарной свеклой, каучуком и крахмалом. Определенное международное значение имеет фьючерсный рынок золота на бирже в Токио.

Бывшая Талайя является крупнейшим в мире производителем олова и важнейшим поставщиком натурального каучука. Поэтому здесь сложился активный рынок реальных и фьючерсных сделок на олово в Пинанге. На бирже в Куала-Лумпур (*K.L. Commodity Exchange*) проводятся также фьючерсные операции с каучуком и пальмовым маслом,

Сингапур проводит фьючерсные сделки на каучук. Значительный арбитраж с каучуком и оловом осуществляется между Лондоном и биржами в Талайзии и Сингапуре. Формирование цен вечера предыдущего дня на биржах Талайзии и Сингапура оказывает влияние на ситуацию на лондонских рынках следующего дня.

Из оставшихся бирж необходимо упомянуть биржу в Сан-Паулу в Бразилии, на которой ведутся фьючерсные операции с кофе, скотом, соевым зерном, а также золотом, Соперничающая с ней биржа в Рио-де-Жанейро осуществляет в настоящее время только фьючерсные сделки с золотом, хотя планируется введение фьючерсных сделок на какао и кофе,

ФОНДОВЫЕ БИРЖИ *Соединенные Штаты Америки*

Биржевая система Соединенных Штатов является крупнейшей и самой разветвленной в мире. Старейшей из фондовых бирж на территории США является Филадельфийская, действующая (хотя в начальный период и с перерывами) с 1754 г.

В конце XVIII – начале XIX вв. США начался период формирования провинциальных бирж, служивших рынком для выпуска ценных бумаг местных компаний.

После войны в США утвердилась концепция региональных бирж (*regional exchanges*), обслуживающих целые регионы и национальный фондовый рынок. Филадельфийская биржа поглотила биржи Балтимора и Вашингтона, вследствие чего стала третьей по размеру биржей восточного побережья США. В 1949 г. была образована биржа Среднего Запада за счет объединения ранее самостоятельных бирж Тиннеполиса, Кливленда, Сент-Пола, Сент-Луиса и Нового Орлеана. В конце 50-х годов в результате объединения бирж Сан-Франциско и Лос-

Анджелеса появилась Тихоокеанская Фондовая Биржа. Кроме того, региональные фондовые биржи, помогающие поддерживать общую ликвидность национального фондового рынка, действуют в Бостоне, Спокане, Солт-Лейк-сити и Цинцинатти.

Первоначально региональные биржи являлись главными рынками ценных бумаг, выпускаемых мелкими компаниями, и играли роль вспомогательных рынков для акций крупных компаний, котирующихся на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах. Но этой роли региональные биржи были лишены в 1971 г в результате возникновения системы НАЗДАК, составляющей основу американского внебиржевого оборота.

Создание НАЗДАК (NASDAQ) – Автоматизированная система котировки национальной ассоциации фондовых дилеров – значительно упростило и облегчило заключение внебиржевых сделок. Благодаря компьютерной технике стало возможным быстрое установление контактов между специализирующимися на торговле ценными бумагами фирмами, а также заинтересованными вкладчиками.

Первый уровень системы собирает котировки всех участников рынка, второй же служит прежде всего фирмам, профессионально занимающимся торговлей ценными бумагами, а также крупным вкладчикам. Нажатием кнопки на мониторах можно немедленно получить данные о различных котировках. Третий уровень облегчает деятельность профессиональных посредников, т.е. позволяет вводить котировки в систему.

Торговлей в системе НАЗДАК профессионально занимаются около 400 фирм, а рыночная стоимость акций, являющихся предметом этой торговли, превышает 200 млрд долл.

Кроме НАЗДАК внебиржевой рынок включает так называемые «pink sheets market» (розовые листы) и различные системы торговли, разработанные известными институтами – Instinet, Lattice, Captor Fitzgerald и др. В 90-е годы данные системы показывали огромные темпы роста оборота, хотя в целом их долл в общем объеме торговли не так велика по сравнению с НАЗДАК.

Основным звеном в биржевой системе США является Нью-Йоркская фондовая биржа (New-York Stock Exchange). Она ведет свою историю с 1792 г., когда 24 брокера подписали первое брокерское соглашение и тем самым создали первый организованный рынок ценных бумаг в Нью-Йорке. В марте 1817 г, был разработан устав биржи, по форме организации являвшейся корпорацией, находящейся в собственности ее членов, был сформирован Совет директоров биржи и установлены регулярные часы ее работы.

В 1863 г, биржа сменила свое название на New-York Stock Exchange.

Нью-Йоркская Фондовая Биржа не является ни государственным учреждением, ни компанией. С 1972 г, биржа – это некоммерческая корпорация, объединяющая более 1300 членов. Членами биржи могут быть только физические лица (individuals), но если член биржи – совладелец фирмы, то вся фирма считается членом биржи.

Теста (seats) на бирже продаются лицам, отвечающим строго определенным формальным требованиям. Примерно 1/3 мест на бирже арендована. В целом контингент членов биржи характеризуется стабильностью, что способствует высокому статусу биржи как одного из элитарных институтов США.

Нью-Йоркская Фондовая Биржа управляется избираемым Советом управляющих (Board of Governors). До 1972 г. Совет состоял из 33 управляющих, после реорганизации – из 21:10 представителей бирж (exchange members), 10 независимых представителей (public) и председателя, голосующего лишь в том случае, когда голоса распределяются поровну.

На бирже обращаются ценные бумаги, отвечающие ряду требований (listing requirements). Требования листинга на Нью-Йоркской Фондовой Бирже считаются одними из самых жестких в мире:

- компания должна иметь не более 2000 акционеров и 1 млн акций в обращении;
- рыночная стоимость размещенных акций должна быть не менее 16 млн долл. США;
- прибыль компании до выплаты налогов (pre-tax earnings) за последний финансовый год должна составлять не менее 2,5 млн долл. США и за каждый из двух предшествующих – не менее 2 млн долл. США.

На Нью-Йоркской Фондовой Бирже различают следующие категории членов:

1) Брокеры комиссионных домов (commission house brokers).

Эти члены биржи не имеют права вести операции за свой счет и только доставляют поручения клиентов в операционный зал (floor) так называемым специалистам.

2) Специалисты (specialists).

Данные члены осуществляют операции в операционном зале, действуя одновременно в качестве дилеров (dealers) и в качестве агентов (brokers), т.е., с одной стороны, они действуют за свой собственный счет по купле-продаже ценных бумаг, а с другой – являются брокерами для брокеров. Одна из главных их функций – обеспечивать ликвидность акций в случае повышательной тенденции, покупку – в случае понижительной тенденции.

3) Брокеры торгового зала или двухдолларовые брокеры (floor brokers or «Two Dollar Brokers»).

Это члены биржи, выполняющие поручения других брокеров, если те в силу каких-либо причин не могут выполнить приказ своего клиента. Обычно они взимают комиссионные за каждую сделку (ранее их ставка составляла 2 долл. за полный лот, откуда и пошло их жаргонное название).

4) Биржевые маклеры или зарегистрированные маклеры (competitive traders or registered traders).

Данная группа членов биржи осуществляет операции за свой счет или выполняет поручения, в которых она имеет долю участия.

5) Облигационные брокеры (bond brokers, bond members), Эти члены биржи заключают сделки исключительно с облигациями.

6) Ассоциированные члены (allied members).

К ним относятся лица, допускающиеся в операционный зал биржи, но не имеющие права совершать сделки (директора, управляющие и другие представители фирм – членов биржи).

Торговля на фондовой бирже – своеобразный двойной аукцион. Цены предлагаются из расчета на одну акцию, но базисной операционной единицей является «полный лот» – 100 акций,

Почти все сделки осуществляются за наличный расчет. Однако это не мешает производить операции без покрытия за счет использования кредита. Сделки с премиями на Нью-Йоркской Фондовой Бирже весьма скромны – они составляют менее 1% всего оборота на Уолл Стрит.

Особенностью американской биржи является развитие и совершенствование системы передачи заказов и информации. Большинство брокерских фирм биржи имеют филиалы или своих представителей за границей, обеспечивая тем самым оперативность выполнения заказов клиентов.

Второй по величине биржей в Нью-Йорке и США является Американская Фондовая Биржа (American Stock Exchange), фактически сформировавшаяся в 1921 г., однако это название и современную структуру приобрела в 1945 г.

Американская Фондовая Биржа предъявляет те столь серьезные требования связанные с допуском ценных бумаг к регистрации на бирже, как на Нью-Йоркской Фондовой Бирже, Поэтому она является центральным рынком ценных бумаг для более мелких предприятий. Кроме того, она концентрирует обороты иностранными ценными бумагами, эмитенты которых не могут или не хотят выполнять требования Нью-Йоркской Фондовой Биржи.

Западная Европа

К характерным чертам фондовых бирж Западной Европы можно отнести их традиционность и многоликость. Последнее, однако, создает серьезную проблему для координации их деятельности, Именно поэтому и тормозятся сегодня проекты создания универсальной общеевропейской биржи. Пока процесс унификации биржевых операций в Европе идет медленно и болезненно.

Европейские системы, в отличие от североамериканских, не знают системы так называемых специалистов, монополизирующих операции с ценными бумагами конкретной компании. В Европе используются другие модели биржевого рынка – традиционная аукционная в континентальной Европе и дилерская в Великобритании.

Главные действующие лица на бирже первой модели – посредники – формируют единые цены, по которым в течение дня может быть реализована основная масса сделанных им заказов.

Суть дилерской модели: продавать и покупать ценные бумаги конкретной компании на свои средства могут несколько конкурирующих дилеров. Соответственно курсы ценных бумаг могут колебаться в течение дня.

Еще одна особенность европейских бирж – их большая тяга к интернационализации рынка ценных бумаг. Данный процесс идет по двум направлениям: путем продажи мест на европейских биржах иностранным брокерским фирмам и путем внесения в список зарегистрированных на бирже предприятий иностранных компаний.

По доле мест, предоставляемых на биржах иностранным фирмам, самой «интернациональной» остается старейшая в мире Амстердамская Фондовая Биржа. Но по количеству операций с акциями иностранных компаний она далеко уступает прочим. Поэтому роль финансового центра мира перешла к Лондону, ведущему сегодня борьбу за эту роль с европейскими и прочими биржевыми рынками.

Англия

Характерной чертой британской системы фондовых бирж является ее высокая степень концентрации. В Великобритании функционируют 22 биржи, расположенные в Лондоне, Абердине, Белфасте, Бирмингеме, Бристоле, Эдинбурге, Глазго, Ливерпуле, Танчестере и других городах. Каждая из этих бирж имеет свой устав, список зарегистрированных компаний. Некоторые из них используют систему классического аукциона, а не дилерский рынок как на центральной бирже в Лондоне.

26 марта 1973 г. шесть региональных фондовых бирж и фондовая биржа в Лондоне, начавшая свое существование еще в XVII в., объединились в одну общую биржу – The Stock Exchange of Great Britain and Ireland с операционными залами в Лондоне, Бирмингеме, Дублине, Глазго, Ливерпуле и Танчестере. Члены биржи делились на две категории – брокеров и джобберов, каждый из которых мог выступать только в своей роли.

Брокеры – агенты, действующие от имени лиц, не являющихся членами биржи. Их задачей было выполнение поручений на продажу или покупку ценных бумаг, за что они получали комиссионные.

Джобберы покупали и продавали ценные бумаги за собственный счет, заключая сделки только с брокерами или с другими джобберами (single capacity system),

Данная система торговли, функционировавшая, по существу, в неизменном виде с 1911 г., подверглась значительной перестройке в 1986 г. Реформа британского биржевого права повлекла за собой крупные изменения на фондовой бирже, получившие название «Big Bang», или «большой взрыв», Результаты этих революционных перемен – отмена фиксированных комиссионных по сделкам с ценными бумагами на фондовой бирже, отмена деления членом биржи на брокеров и джобберов. Фирмы – члены биржи стали участвовать в торговле ценными бумагами в двойной роли: как покупающие, так и продающие ценные бумаги за чужой и собственный счет (dual capacity system).

С ноября 1986 г. Лондонская Фондовая Биржа по форме является частной компанией (private limited company). Ранее же она была ассоциацией.

Серьезные изменения произошли в методах торговли ценными бумагами. Введение новой информационной системы биржевых котировок – «The Stock Exchange Automated Quotations» (SEAQ) – повлекло за собой перенос торговли «с паркета» биржи на экраны мониторов практически на всех частичных рынках биржи.

В 1986 г. был принят Закон о финансовых услугах, объединивший бесспорные преимущества системы саморегулирования, такие, как быстрота и гибкость действия с правовой защитой индивидуальных инвесторов. В связи с этим Лондонская Фондовая Биржа заключила соглашение с «The International Securities Regulatory Organization» об основах создания совместной саморегулирующей организации, а также совместной признанной инвестиционной биржи (ГЕ). В результате в Лондоне возникла биржа – «The International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland Limited».

Члены Лондонской Теждународной Фондовой Биржи делятся на 4 группы:

- брокерско-дилерские фирмы (broker-dealers), основная функция которых – исполнение поручений инвесторов на куплю-продажу ценных бумаг, хотя они совершают сделки и за собственный счет;
- маркет-мейкеры (market-makers) – члены биржи, котирующие определенные ценные бумаги в течение рабочего дня;
- брокеры дилеров (inter dealer brokers) выступают посредниками между маркет-мейкерами по гилтам;
- денежные брокеры фондовой биржи (stock exchange money brokers), имеющие право предоставлять займы другим членам биржи денежные средства и ценные бумаги.
- На данной бирже торговля осуществляется на четырех рынках:
- внутренних акций;
- иностранных акций;
- британских правительственных облигаций, а также внутренних и иностранных бумаг с фиксированным процентом;
- продажных опционов.

Рынок внутренних акций (The Domestic Equity Market) четко делится на три сегмента.

Первый сегмент – рынок внутренних акций, допущенных к официальной котировке, в зависимости от активности биржевых оборотов делится на три группы: альфа, бета и гамма.

Группа альфа - акции, являющиеся объектом самой оживленной торговли на бирже, сделки с которыми регистрируются и объявляются публично в течение 5 мин через биржевую систему видеотекста (TOPIC).

Группа бета - акции активного биржевого оборота, информация о заключенных сделках с которыми не дается немедленно.

Группа гамма - акции, которые являются объектом наименее оживленной биржевой торговли.

Второй сегмент рынка внутренних акций составляет рынок ценных бумаг, не допущенных к официальной котировке (The Unlisted Securities Market). Однако на данном рынке происходит оборот акциями тех компаний, которые осуществляют свою деятельность по крайней мере в течение трех лет и имеют 10%-ное участие общественности в подписке на акции.

Третий сегмент рынка внутренних акций был создан для того, чтобы дать возможность мелким компаниям, не отвечающим условиям допуска в 1-й и 2-й сегменты рынка, получить доступ к регулируемому рынку ценных бумаг

Во всех сегментах рынка внутренних акций широко применяется информационная система о биржевых котировках SEAQ. На рынке же международных акций (The International Equities Market) услуги предоставляются с помощью другой информационной системы биржи SEAQ INTERTOPAL.

Третий сегмент фондовой биржи – The Gilt-Edged Market – охватывает оборот британскими правительственными облигациями, а также оборот другими ценными бумагами с фиксированным процентом, выпущенными британскими и иностранными предприятиями. Данный рынок дает возможность правительству контролировать процентные ставки и денежную массу на рынке. Этот рынок регулируется как Банком Англии, так и самой биржей.

Последний рынок биржи – рынок продажных опционов (The Traded Options Market) – концентрирует торговлю опционными контрактами на акции британских и французских предприятий, правительственные облигации, валюты и др. В отличие от других частичных рынков The International Stock Exchange, торговля на данном рынке происходит в операционном зале биржи, а предложения о купле или продаже оглашаются голосом (open OUTCRY).

Сделки с ценными бумагами, заключенные на Лондонской Международной Фондовой Бирже, должны быть в первую очередь предметом клиринга, заключающегося в сопоставлении и однозначном согласовании сторонами условий сделки, а затем предметом расчета. Фаза клиринга наступает тут же после заключения сделки. Расчет же происходит в различное время в зависимости от объекта торговли, Расчеты в значительной мере упрощаются компьютеризированной системой «TALISTAP».

Итак, можно допустить утверждение, что фондовая биржа в Лондоне является одной из наиболее инновационных фондовых бирж в мире.

Франция

Парижская Фондовая Биржа (Societe des Bourses Francaises – Paris Bourse), создание которой относится к началу XVIII в., является основным местом организованной торговли ценными бумагами во *Франции*. На нее приходится приблизительно около 97% всех сделок с ценными бумагами, заключаемых на 7 фондовых биржах Франции (в Париже, Лилле, Лионе, Бордо, Тарселе, Нанси и Нанте); это объясняется тем фактом, что ценные бумаги, котирующиеся на бирже в Париже, не могут быть объектом торговли на других французских биржах.

Реформа биржевого права в январе 1988 г. повлекла за собой процесс изменений в системе торговли ценными бумагами. В прошлом существовала исключительная монополия маклеров («agents de change»), являвшихся государственными агентами в сфере оборота ценных бумаг и установления их курсов. По этой же причине маклеры должны были отвечать чрезвычайно высоким профессиональным требованиям, чтобы быть допущенными к биржевой торговле. Все маклеры были объединены в «Compagnie Nationale des Agents de Change» (CAC) и несли солидарную ответственность за реализацию поручений клиентов.

Роспуск CAC в 1988 г. и переименование «agents de change» в так называемое «societes de bourse» создало предпосылки дальнейших изменений на рынке ценных бумаг во Франции, «Societes de bourse» уже не должны сохранять статус независимости от других финансовых учреждений и могут продавать свое участие иностранным партнерам.

На бирже существуют три частичных рынка ценных бумаг:

- официальный рынок (Tagche Officielle);
- внебиржевой свободный рынок (Tagche Hors-Cote);
- вторичный рынок (Secopde Tagche),

Первый сегмент биржевого рынка предназначен для крупных предприятий. Условия допуска ценных бумаг к котировке здесь достаточно жесткие:

- предприятие должно не менее трех лет работать с прибылью, позволяющей выплачивать дивиденды;
- представить в распоряжение «общественности» менее 25% ее подписного капитала;
- выполнять решения и рекомендации специальной Комиссии биржевых операций и Совета бирж ценных бумаг и др.

В рамках официального рынка сделки заключаются и на кассовом рынке, и на срочном рынке с месячным сроком ликвидации сделок, причем Палата маклеров решает вопрос о том, какие бумаги и в каком сегменте рынка могут быть объектом официального *торга*.

На срочном рынке происходит концентрация оборота ценных бумаг важнейших французских и иностранных эмитентов. Официальная торговля остальными ценными бумагами осуществляется на кассовом рынке.

Вторичный рынок парижской биржи был создан в 1983 г, прежде всего для торговли ценными бумагами малых и средних предприятий, которые не соответствуют условиям допуска на официальный рынок. На вторичном рынке заключаются только кассовые сделки.

Ценные бумаги, не допущенные к котировке на официальном и вторичном рынках, являются объектом торговли на внебиржевом свободном рынке, Здесь тоже заключаются только кассовые сделки.

Биржевая торговля ведется в Париже с понедельника по пятницу с 11.30 до 14.30. В течение двух первых часов работы предметом оборота являются публичные и частные облигации, а во время основной сессии торговля концентрируется на французских и иностранных акциях.

Существуют три различных метода определения курса ценной бумаги.

1) Наиболее часто употребляемым методом при котировке большинства ценных бумаг является так называемый метод «ячейки». «Agent de change» собирает поручения на покупку и продажу, сложенные в соответствующие ячейки. Затем под надзором представителя Правления биржи он подсчитывает курс ценных бумаг и оглашает его.

2) При установлении курса срочных сделок и в немногочисленных сделках, предметом которых являются популярные облигации займов, используется, как и в Цюрихе, метод «сгее».

3) Последний метод называется «rag boite». Он похож на метод ячейки, но поручения на покупку или продажу ценных бумаг собираются не у одного специалиста, а в «ящичек» (дословный перевод) Палатой маклеров, которая затем устанавливает курс. Данный метод применяется в исключительных случаях, когда обстановка на рынке не дает возможности определять курс обычным методом.

Оборот акциями и рентными бумагами ведется во французских франках за экземпляр, а оборот французскими публичными займами в процентах от номинальной стоимости без подсчета гарантированных процентов. В кассовой торговле отсутствует минимальная квота сделки, в срочной же торговле минимум составляет обычно 25 экземпляров,

Германия

В отличие от США и Великобритании, в Германии нет столь четкого деления на центральную и местные биржи, хотя неофициально финансовой метрополией страны считается Франкфуртская Фондовая Биржа (на ней осуществляется около 3/4 операций с акциями германских компаний). Кроме нее в Федерацию немецких фондовых бирж входят еще 7: Фондовая Биржа Северного Рейна – Вестфалии в Дюссельдорфе, Баварская – в Тюнгене, Ганзейская – в Гамбурге, Фондовая Биржа Баден-Вюртемберга – в Штутгарте, Берлинская, Биржа Нижней Саксонии в Ганновере и Бременская Фондовая Биржа.

Главная особенность германской биржевой системы – это доминирующая роль, которую в течение уже ста лет играют в ней банки, являющиеся членами бирж.

Биржа во Франкфурте-на-Тайне возникла в XVI в., чему способствовала местная ярмарка. В конце XVIII в. здесь уже осуществлялась регулярная торговля облигациями и простыми векселями. Первая котировка датирована 1828 г. Фондовая Биржа Франкфурта-на-Тайне (Frankfurter Wertpapierborse) – это крупнейшая из бирж Германии. В 1994 г на Франкфурт приходилось 75% всего германского биржевого оборота по акциям и 74% биржевого оборота по облигациям.

В современном виде организационная структура биржи – учреждение публичного права – некоммерческая организация – существует с 1 января 1993 г. Другими словами, Франкфуртская Фондовая Биржа по своему статусу является квазигосударственной организацией. В прошлом организатором биржи являлась Франкфуртская Промышленно-торговая палата, Но после реорганизации, проведенной в 1992 г., биржа стала напрямую подчиняться A/O Немецкая биржа (Deutsche Borse AG).

Немецкая биржа – акционерное общество открытого типа, 81% акций которого принадлежат банкам, 10% – региональным биржам и 9% – маклерам. Немецкая биржа управляет Франкфуртской Фондовой Биржей и Немецкой биржей срочных контрактов (DTB – Deutsche Termiborse).

Руководство биржей осуществляет Совет управляющих в составе 20-22 человек, назначаемых на три года. Члены Совета – представители банков, страховых компаний, маклеров, эмигрантов и инвесторов.

Задачи данного органа состоят в следующем:

- следить за соблюдением правил биржевой деятельности;
- предоставлять право осуществления операций на бирже;
- обеспечивать нормальное функционирование биржи;

- правильное определение и публикация котировок;
- разрешение споров в связи с биржевыми операциями и др.

Остальные регулирующие органы – Биржевой арбитраж, Совет по листингу и Палата курсовых маклеров, созданная для того, чтобы определять правила и нормы брокерских операций, осуществлять надзор за деятельностью маклеров, контролировать процесс формирования котировок и пр.

Теханизм биржевого рынка в Германии, как и в большинстве стран континентальной Европы, ближе к традиционному аукциону.

Члены биржи делятся на три категории:

- банки, являющиеся основными игроками на бирже;
- официальные курсовые маклеры (Kurstakler); они принимают заявки на покупку и продажу ценных бумаг и определяют их курс;
- свободные маклеры (Freitakler).

Главная функция свободных маклеров – выступать посредниками между теми банками, которые не имеют достаточно собственных сотрудников на бирже.

Две последние группы посредничают в заключении сделок только между участниками биржи и не имеют контактов с частными инвесторами. Только банки компетентны давать поручения о покупке или продаже ценных бумаг на бирже.

Наряду с основным списком зарегистрированных на рынке компаний – «официального» рынка ценных бумаг – (Attlicher Tagkt) с 1987 г., для средних и малых по размерам компаний был составлен дополнительный. Этот относительно небольшой рынок получил название «регулируемый» (Geregelter Tagkt). Он представляет собой аналог «рынка незарегистрированных ценных бумаг» Лондонской биржи (Unlisted Securities Target) и «вторичного рынка» Парижской биржи (Secopd Tagche). На нем котируются акции немногим более ста компаний и порядка двух тысяч различных облигационных выпусков.

И наконец, в рамках этой же биржевой системы действует «свободный» рынок (Freiverkehr). Ценные бумаги на нем котируются по тем же правилам, что и на первых двух сегментах рынка, но для включения в него не нужна никакая законодательно регулируемая процедура.

Основной торговый зал биржи представляет собой помещение, разделенное на три части, за каждой из которой закреплены определенные ценные бумаги (в основном по отраслевому признаку). Каждая часть, в свою очередь, имеет вид прямоугольного прилавка, с внутренней стороны которого находятся курсовые маклеры и их помощники, а с внешней – представители банков и свободные маклеры.

Кроме основного зала на бирже находятся залы для торговли акциями иностранных эмитентов, облигациями и валютой.

Для каждой ценной бумаги, котируемой на официальном рынке биржи, ежедневно устанавливается единый курс. Для акций, признанных наиболее «ходовыми», а также для определенных облигаций применяется так называемая последовательная котировка. Минимальные размеры биржевого поручения при этом способе торговли составляют при торговле акциями 50 штук, при торговле облигациями – 1 млн марок. На регулируемом рынке ежедневно устанавливается только одна цена в соответствии с методом единого курса. Подобные принципы действуют и в свободном обороте, хотя иногда здесь допускается непрерывная торговля без определения минимальной величины биржевого поручения.

Торговля на франкфуртской бирже происходит с понедельника по пятницу с 11.30 – до 13.30, т.е. время работы биржи ограничено всего тремя часами в день. Все прочие сделки заключаются уже не в ходе аукционного торга, а посредничеством трех различных и конкурирующих между собой автоматизированных систем, которые обслуживают три группы главных участников биржевых операций. Это Тежбанковская информационная система (IBIS), Таклерская телеинформационная система (TATIS) и Рыночная информационная система для дилеров (TIDAS).

На бирже во Франкфурте-на-Тайне заключаются прежде всего немедленные сделки. Они должны быть ликвидированы на второй биржевой день после дня заключения сделки, причем расчет облегчается функционированием специального депозитно-клирингового учреждения – Frankfurter Kassenverein. С середины 1970 г. допускается также возможность заключения опционных сделок на срок.

Швейцария

Фондовые биржи в Швейцарии существуют с 1850 г. Крупнейшая из семи бирж ценных бумаг в Швейцарии находится в Цюрихе. Помимо нее важную роль играют биржи в Женеве и Базеле.

Биржа в Цюрихе – частноправное учреждение, объединяющее банки, входящие в биржевое общество «Effektenborsenverein Zurich», которое и является организатором биржи.

Членство на бирже не может быть куплено, так как данный процесс связан с необходимостью получения государственной концессии на занятие должности биржевого агента. Данная концессия (концессия А) предоставляется банкам и их представителям, которые обладают необходимой профессиональной квалификацией и пользуются хорошей репутацией.

Цюрихская биржа подлежит строгому государственному надзору, причем общий контроль за деятельностью биржи осуществляет Дирекция народного хозяйства кантона Цюрих, а оперативный контроль – Управление биржевого комиссара. Только банки-члены биржевого общества (их около 30 в настоящее время) имеют полномочия для заключения сделок на бирже. По отношению к клиентам они выступают в роли комиссионеров, осуществляющих оборот ценных бумаг от своего имени, но по поручению и за счет третьих лиц. Они могут также покупать и продавать бумаги за свой счет.

Существует целый ряд обязательных условий, выдвигаемых биржей при рассмотрении предложений о допуске к котировке ценных бумаг:

- выпускающей ценные бумаги эмитент может представить баланс доходов и расходов по крайней мере за последние 5 лет;
- имеет определенный и надлежащим образом диверсифицированный минимальный капитал;
- минимальный размер выпуска акций, предложенных к котировке, -500 тыс. франков, и не менее 1 млн франков, если капитал компании составляет 4 млн франков или более (для иностранных компаний – 1 млн франков во всех случаях);
- компания должна гарантировать выплату дивидендов и процентов по предлагаемым ценным бумагам как нетто-суммы без каких-либо удержаний и сборов и пр.

За допуск к котировке биржа взимает разовое комиссионное вознаграждение и ежегодно – комиссионный сбор – за место в официальной биржевой котировке.

Для Цюрихской биржи характерна торговля в биржевых кругах. На бирже существуют шесть биржевых кругов, первые два концентрируют торговлю швейцарскими акциями, один предназначен для торговли иностранными акциями, последние три – для участников торговли швейцарскими и иностранными облигациями, а также опционными расписками, дающими право на покупку или продажу определенных бумаг,

Биржевой круг огражден круглым барьером, за которым стоят представители банков, допущенных к биржевой торговле. Внутри круга находятся биржевой комиссар, биржевой писарь и курсовой обозреватель, передающий через микрофон курсы в специальную студию.

Представители банков торгуют друг с другом без посредничества маклеров, заявляя устно, сколько ценных бумаг и по какой цене они намерены купить или продать. При торговле акциями она обычно проходит в два этапа, в так называемые два чтения (*Lesungen*), а при торговле облигациями – только в одно чтение. Хорошую ориентацию участников биржевого торга обеспечивает информационная система с применением мониторов, на которых демонстрируются курсы заключенных сделок. После окончания биржевой сессии биржевой комиссар и биржевой писарь подписывают оригинал курсового бюллетеня, на основании которого публикуется официальный курсовой бюллетень.

На бирже осуществляется как кассовая, так и срочная торговля ценными бумагами. Кассовые сделки реализуются от 3 до 10 дней со дня заключения сделки. Расчет производится специальной Расчетной палатой «SEGA» (*Schweizerische Effekten-Giro AG*). В срочной торговле помимо твердых сделок на срок реализуются сделки с премией, стеллажные и кратные сделки,

Кроме официальной биржевой торговли действует неофициальная биржа (*Vogboerse*) как разновидность регулируемого свободного оборота. До начала работы биржи, в ходе биржевой сессии или после ее окончания в рамках этой биржи происходит торговля ценными бумагами, которые официально не зарегистрированы. Процедура торга происходит так же, как на официальной бирже, но без контроля кантонального биржевого комиссара.

Кроме торговли в рамках неофициальной биржи, естественно, существует и внебиржевая торговля, предметом которой являются как зарегистрированные, так и незарегистрированные ценные бумаги. Участниками данной торговли могут быть как банки, имеющие концессию А, так банки и другие финансовые учреждения, имеющие концессию Б, дающую право на внебиржевую торговлю ценными бумагами.

Голландия

Фондовая биржа в Амстердаме – единственная официальная биржа ценных бумаг в Голландии. Она является частным институтом, который управляется ее членами, и обладает значительной самостоятельностью. Общий надзор за ее функционированием осуществляет министр финансов. Основателем амстердамской фондовой биржи сначала являлась профессиональная организация участников биржевого оборота, а в настоящее время – частноправовое товарищество, которое и осуществляет контроль за деятельностью биржи.

Членами данного товарищества (сейчас их около 1498) являются банки и маклерские фирмы и «*хоектаппеп*», которые подобно «*specialists*» в Нью-Йорке устанавливают курсы купли-продажи определенных ценных бумаг

Торговля ценными бумагами, допущенными к биржевой котировке, происходит в определенном месте биржи, называемом «*хоек*» (дословно переводится как «угол»), в операционном зале. Именно там и находятся «*хоектаппеп*», которые выступают в роли посредников между банками и маклерами, но не могут выполнять поручения от частных клиентов. Они выступают при этом в двойной роли – как агенты и как хозяева, заключающие сделки за собственный счет.

Хотя обязательным принципом на фондовой бирже является реализация поручений купли-продажи через этих членов биржи, но, однако, торговля наиболее ходовыми ценными бумагами происходит путем последовательной котировки без их посредничества. Участники рынка объявляют устно свои намерения по покупке или продаже ценных бумаг (*ореп outsgu*).

В 1986 г. на Амстердамской бирже была введена новая система торговли (*The Atsterdat Interprofessional Target Syster*), обеспечивающая возможности банкам и маклерским фирмам совершать прямые обороты с клиентами и заключать сделки на базе нетто, т.е. без начисления комиссионных. По данной схеме осуществляется торговля теми ценными бумагами, которые официально котируются на бирже (минимальная стоимость сделки должна составлять 1 млн флоренов для акций и 2,5 млн флоренов для облигаций).

На амстердамской бирже оборот ценных бумаг происходит на трех рынках:

- официальном рынке (*official target*). Объектом торговли на данном рынке являются ценные бумаги крупнейших голландских и иностранных эмитентов;
- параллельном рынке (*parallel target*). В январе 1982 г на бирже был введен параллельный рынок, концентрирующий обороты бумаг мелких и средних предприятий, не отвечающих условиям допуска к

официальной котировке;

- неофициальном рынке (unofficial market). На неофициальном рынке заключаются сделки с голландскими ценными бумагами, которые не допущены к торговле на двух предыдущих рынках.

В 1980 г на бирже была введена система торговли американскими акциями – Atsterdat Security Account System (ASAS). Эта система создает необходимую рыночную инфраструктуру и механизм, позволяющий осуществлять прямой оборот американских акций на бирже в Европе. С этой целью были созданы два отделения биржи: Potipnee Atsterdat Stock Exchange, выполняющее депозитные функции для акций в системе ASAS, и Servicing Cotrapu PV, проводящее учет и осуществляющее административные функции.

Все немедленные сделки, заключенные на амстердамской фондовой бирже, должны быть ликвидированы в течение 10 дней со дня заключения сделки. Расчеты по сделкам облегчаются благодаря функционированию клирингового института. В системе ASAS расчет по сделкам производится в течение 5 дней после дня заключения сделки. Срочная торговля ценными бумагами на амстердамской бирже практически не ведется.

Япония

В то время, как европейские и американские биржи стремятся расширять объем своих операций за счет интернационализации, рынки ценных бумаг стран азиатско-тихоокеанского региона остаются до сегодняшнего дня достаточно отгороженными от иностранных инвестиций.

Поэтому японский биржевой рынок многие именуют типичной олигополией. Иностранные брокерские фирмы на токийской биржевой рынок допущены недавно. Например, за 1990 г, им удалось расширить свою долю в нем с 4 до 10%.

Среди японских бирж стоит отметить наиболее крупные биржи в Токио, Осаке и Нагое,

Токийская биржа (Tokyo Stock Exchange), историю которой принято отсчитывать от мая 1878 г. является, несомненно, самой крупной из восьми японских фондовых бирж. На нее приходится более 80% биржевого оборота ценных бумаг в Японии. Она находится под строгим контролем министра финансов, который имеет право текущего надзора за работой биржи в ходе биржевых собраний.

На токийской бирже нет персонального членства: ее членами могут быть только фирмы, занимающиеся торговлей ценными бумагами, называемые securities cotrapies, лицензируемые министром финансов. Их членность определяет регламент биржи. На ней действуют два типа членов: действительные члены (regular tetbers) и члены «saitogi». Действительные члены могут заключать следующие сделки с ценными бумагами:

- 1) покупку и продажу ценных бумаг за свой счет;
- 2) покупку и продажу ценных бумаг по поручению и за счет клиентов;
- 3) консорциальные сделки в случае новых эмиссий ценных бумаг;
- 4) размещение новых эмиссий с гарантией принятия непроданных ценных бумаг (underwriting).

Члены «saitogi» действуют как посредники между действительными членами, выполняя их поручения и не действуя за собственный счет. Их основная задача – определение курса ценных бумаг, причем каждый из этих членов работает с определенными видами ценных бумаг. Исходя из вышеописанной деятельности членов saitori близка к деятельности курсовых маклеров в Германии.

На японских биржах существует и третья группа членов – специальные члены (special tetbers), осуществляющие арбитражные сделки между японскими региональными биржами, с одной стороны, и биржами в Токио и Осаке – с другой.

Руководящим органом биржи является Совет Управляющих, состоящий из президента биржи и 26 управляющих.

Токийская биржа работает с понедельника по пятницу с 9.00 до 11.00 (утреннее собрание, т.е. «zenba») и с 13.00 до 15.00 (послеобеденное собрание – «goba») по местному времени, в субботу же за исключением третьей субботы месяца, когда биржа закрыта, – только до обеда.

В 1990 г. на бирже было зарегистрировано более 1600 корпораций, количественно представляющих немногим более полупроцента 3 млн всех японских компаний, но выпускающих более четверти производимых в стране товаров и услуг. Эти предприятия в соответствии с требованиями, которые предъявляются при регистрации, располагают основным капиталом не менее 1 млрд иен (более 7 млн долл.), имеют прибыль не менее 300 млн иен в год и выплачивают дивиденды на акцию минимум 5 иен.

Лишь немногие из этих предприятий допускаются на ринг или в торговый зал биржи, где сделки заключаются методом аукциона. Это первая секция биржи (Trading on the Floor).

Условия допуска во вторую секцию более либеральные. Эта секция берет свое начало на внебиржевом рынке ценных бумаг и концентрирует биржевые обороты акций более мелких компаний. Данная секция является полностью автоматизированной (Cotputer – Assisted Order Goutipg & Executing System).

На Токийской фондовой бирже применяются три метода определения курсов ценных бумаг:

- метод «itayose» служит для определения курса первой сделки утреннего и послеобеденного собрания биржи, курс устанавливается на основании существующих поручений в соответствии с принципом максимальных оборотов;
- метод «zagaba» соответствует применяемому на многих других биржах методу торговли на основании последовательной котировки;
- метод «gekikaku» применяется при определении курса на момент открытия и на момент закрытия биржи определенных акций (обычно шести), которые биржа считает обычно ходовыми. В этом случае торговля ведется путем публичного торга, происходящего в выделенном месте в зале биржи,

Кассовые сделки на бирже должны реализовываться на третий биржевой день с момента заключения сделки. Но допускается возможность поставки ценных бумаг в тот же день (cash) или в течение 14 дней (special agreement).

При этом ликвидация биржевых сделок облегчена тем, что существует компьютерный центр биржи (Tokyo Securities Clearing Center) и банк, в котором депонированы ценные бумаги (Japan Securities Clearing Corporation).

На токийской бирже запрещена торговля на срок. Определенным ее заменителем можно считать так называемый «tagged transactions». Речь идет о покупке и продаже ценных бумаг в кредит, когда ординарный член реализует сделки клиентов в принятые сроки и за собственный счет, а клиентам дает в долг или деньги на покупку ценных бумаг, или ценные бумаги, предназначенные к продаже на определенный срок, максимально достигающий 6 месяцев. Предметом сделок могут быть только акции, которые котируются в первой секции. Клиент же обязан внести 30% курсовой стоимости сделки и более.

Токийская фондовая биржа – одна из немногих фондовых бирж, где сохраняется принцип фиксированных комиссионных. Существует мнение, что это одна из причин высокой прибыльности японских брокерско-дилерских фирм. С 1 апреля 1994 г. фиксированные комиссионные отменены для крупных сделок на сумму свыше 1 млрд иен.

Торговля ценными бумагами в Токио ведется не только на бирже, но и на свободном рынке, функционирование которого во многом сходно с американскими образцами.

Российские биржи

Тосковская биржа цветных металлов («ТБЦТ») (Тосква)

Ассоциация «ТБЦТ» создана в результате преобразования АОЗТ «ТБЦТ» и является ее правопреемником, Дссоциация «ТБЦТ» является некоммерческой организацией с правами юридического лица. Уставный фонд АОЗТ «ТБЦТ» преобразован в фонд развития биржевой деятельности Ассоциации «ТБЦТ», который в марте 1996 г. составлял 1 453 200 руб. Среди учредителей ассоциации Березниковский титаномагнийевый комби-нат, Каменск-Уральское металлургическое производственное объединение, Кулебакское металлургическое производственное объединение, Иркутский алюминиевый завод, Всероссийский институт легких сплавов, Всероссийское внешнеэкономическое объединение «Разноимпорт», ВНИИ минерального сырья.

Торги по реальному товару проходят раз в неделю, по фьючерсным контрактам – 5 раз в неделю. Оборот биржи за 1996 г. составил: по сделкам с реальным товаром -133 587 623 тыс. руб., по фьючерсным сделкам (медь, никель, алюминий, свинец) – 7 446 017 600 тыс. руб.

Биржа является учредителем Информационного агентства металлургии Тосковской расчетной палаты, Агентства складирования и регистрации сделок МБЦМ.

Ежеквартально выпускается аналитический сборник «Российский рынок цветных металлов», раз в неделю выпускается экспресс-информация «Две биржи – два рынка», которая публикуется в средствах массовой информации («Коммерсантъ-дейли», «Интерфакс»).

Центральная Российская Универсальная биржа (Тосква)

Имеет лицензию Комиссии по товарным биржам при ГКАП России № 63. Зарегистрирована в сентябре 1991 г. Среди акционеров биржи Российская экономическая академия им. Г. В. Плеханова, многопрофильное объединение «Ритм», ТП «Внедренческо-экономический обучающий центр» и др. Уставный фонд биржи составляет 60 млн руб. Основной оборот биржи в 1996 г. составляли продукция агрокомплекса, топливо, нефть и нефтепродукты.

Сегодня биржа отошла от торговли реальным товаром и переориентировалась на работу с инструментами фьючерсного и фондового рынков, для чего организовано расчетное обслуживание участников торгов Тосковской расчетной палатой, имеющей лицензию Центрального банка РФ.

Дальневосточная акционерная товарно-фондовая биржа «Дальбиржа» (Владивосток)

Биржа учреждена в 1991 г. и является акционерным обществом закрытого типа. Уставный капитал составляет 25 млн руб. На бирже 12 товарных секций. Оборот за 1996 г. составлял 6914 022 тыс. руб. Основная номенклатура продукции, продаваемая на бирже: продукция химической и легкой промышленности, средства железнодорожного, воздушного, водного транспорта.

Оренбургская крестьянская биржа (Оренбург)

Организационно-правовая форма – акционерное общество открытого типа. Учреждена в 1992 г. с уставным капиталом в 40 млн руб. Ее членами являются порядка 120 сельскохозяйственных товаропроизводителей. Среди учредителей Ассоциация крестьянских (фермерских) хозяйств области, колхозы и элеваторы Оренбургской области,

Оборот биржи за 1995 г. составил 3 103 569 тыс. руб., за 1996 г. – 7 907 620 тыс. руб. Наибольшие объемы торговли были по продукции агрокомплекса, древесине, бумаге и картону, средствам наземного транспорта и запчастям, электрооборудованию, продукции легкой промышленности.

Самарская биржа (Самара)

Создана в 1991 г. как акционерное общество открытого типа. На сегодняшний день уставный капитал биржи составляет 65,6 млн руб. Среди акционеров биржи Объединение АвтоВАЗ, Самарское металлообрабатывающее производственное объединение им. Ленина, по «Куйбышевнефтеоргсинтез»). Биржа первая из региональных бирж начала внедрять форвардные контракты на пшеницу мягкую 3 класса, оборот по которым за 1996 г. – 2 200 000 тыс. руб. За 1996 г. оборот биржи по сделкам с реальным товаром составил 14 124 640 тыс. руб., большую часть оборота составили продукция агрокомплекса (пшеница, рожь, рис); топливо, нефть и нефтепродукты; средства наземного транспорта, запчасти. Татериалы о проведенных торгах регулярно публикуются в прессе.

Биржа «Урал» (Екатеринбург)

Создана в 1992 г., как товарищество с ограниченной ответственностью. Среди учредителей биржи торговые предприятия Екатеринбургa, Тосквы, Тюмени, Перми, Сургута, Санкт-Петербурга, Челябинска. На бирже 6 то-варных секций.

За 1996 г оборот биржи составил 183 343 384 тыс. руб. Торги проводились практически по всей номенклатуре товаров: продукция агрокомплекса, легкой промышленности, электрооборудование, топливо, нефть и нефтепродукты, продукция химической промышленности, древесина, бумага, картон, оборудование, черные и цветные металлы.

Ростовская товарная биржа (Ростов-на-Дону)

Является акционерным обществом открытого типа, Создана в 1991 г, производственными и снабженческими организациями Ростовской области. Величина уставного капитала составила 18 007 291 тыс, руб. Основной обо-рот биржи по сделкам с реальным товаром составляет 1,5 678 294 тыс. руб и проходит по секциям: продукция химической промышленности, механическое оборудование, черные металлы.

Модели цен на основные биржевые товары

ЦЕНА АКЦИИ

Модель рыночной цены акции может быть представлена на рис. 1.

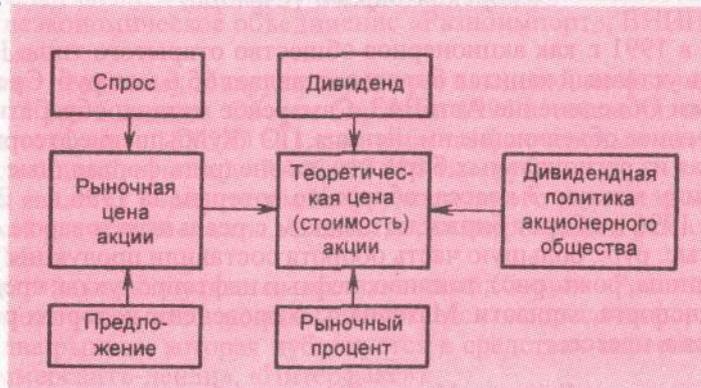


Рис. 1

$$Ц = \frac{Д}{П}, \quad (1)$$

где Ц – теоретическая цена (стоимость) акции;

Д – дивиденд в абсолютном выражении, выплаченный на одну акцию за год;

П – годовой рыночный процент (в долях),

Если известно, что размер выплачиваемого дивиденда от периода к пе-риоду возрастает на некоторый процент (что обычно является отражением определенной дивидендной политики), то теоретическая цена акции может быть определена по формуле (2):

$$Ц = \frac{Д(1 + n)}{П - n}$$

где n – ежегодный прирост дивиденда (в долях),

ЦЕНА ОБЛИГАЦИИ

Рыночная цена облигации – это цена, по которой облига-ция обращается на фондовом рынке. Как и рыночная цена акции, рыночная цена облигации зависит от ее стоимости или ее теоретической цены и соот-ношения спроса и предложения на нее.

Модель теоретической цены (стоимости) облигации имеет вид (рис. 2).



Рис. 2

Формула теоретической цены облигации зависит от того, какой стратегии придерживается инвестор на рынке облигаций. Рассмотрим две крайние стратегии: краткосрочную, когда инвестор держит облигации до 1 года, и долгосрочную, когда инвестор держит до конца срока ее существования, т.е. до момента возврата ее номинальной стоимости.

При краткосрочном вложении средств инвестора интересует только сравнительная доходность облигации и рыночного процента. Первая не должна быть меньше второй.

$$Ц = \frac{C}{П}$$

где Ц – теоретическая цена (стоимость) облигации (при краткосрочном инвестировании);

С – доход по облигации за год в абсолютном размере;

П – годовой рыночный процент (в долях).

Формула (3) идентична формуле (1) для теоретической цены акции.

Если облигация имеет краткосрочный характер, например, выпущена на срок 1 год, то

$$Ц = \frac{C + N}{П + 1}$$

где П – номинал облигации в абсолютном размере, который будет выплачен по итогам года в связи с погашением данной краткосрочной облигации.

Однако обычно облигации выпускаются на срок, превышающий один год, обычно на 5-10 и более лет. Поэтому долгосрочный инвестор рассматривает теоретическую цену облигации по формуле, учитывающей приведение будущих выплат дохода по облигации к их современной стоимости:

$$Ц = C \cdot \frac{1 - \frac{1}{(1 + П)^n}}{П} + \frac{N}{(1 + П)^n}, \quad (5)$$

где n – число выплат дохода по облигации за период, остающийся до ее погашения;

n = Т (Т – это число лет, остающихся до погашения облигации), если выплата дохода по облигации производится один раз в год;

n = 2Т, если выплата дохода по облигации осуществляется два раза в год (т.е. один раз в полгода).

Если потенциального инвестора интересует рыночная доходность облигации, которая уже имеет свою рыночную цену, с целью сравнения ее с величиной банковского процента и соответственно для принятия решения о том, имеет смысл покупать эту облигацию или нет, то проведение расчета по формуле (5) для расчета величины П возможно только с помощью компьютерных программ. Однако для оперативных целей этот расчет можно осуществить по следующей формуле, дающей приближенный результат:

$$П = \frac{C + (N - Ц) : Т}{(N + Ц) : 2}, \quad (6)$$

где П – приближенное значение рыночной доходности инвестирования в облигацию номинальной стоимостью N, доходность С, рыночной ценой Ц и количеством лет, остающихся до ее погашения Т.

ЦЕНА ФЬЮЧЕРСНОГО КОНТРАКТА

Как и любая рыночная цена, цена фьючерсного контракта имеет свою объективную основу – стоимость. Цена может отклоняться от стоимости под влиянием спроса и предложения. В самом общем виде модель теоретической цены (стоимости), фьючерсного контракта имеет следующий вид (рис. 3).

Математическая модель расчета теоретической цены (стоимости) фьючерсного контракта зависит от того, какие факторы учитываются. Учет постоянных факторов может быть осуществлен по следующей формуле:

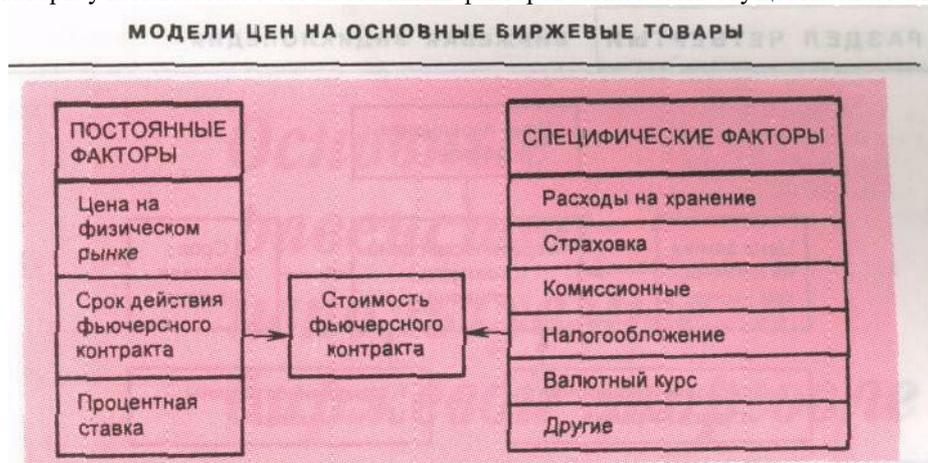


Рис. 3

$$C_a = C_a + C_a \cdot \Pi \cdot \frac{D}{360}, \quad (7)$$

где C_a – теоретическая цена (стоимость) фьючерсного контракта на биржевой актив А;

C_a – рыночная цена актива А на физическом рынке;

Π – банковский процент по депозитам;

D – число дней до окончания срока действия фьючерсного контракта или его закрытия.

Если биржевой актив приносит определенный доход, например дивиденд по акции или процент по облигации, то этот доход следует вычесть из банковской процентной ставки и предыдущая формула примет следующий вид:

$$C_a = C_a + C_a(\Pi - P_a) \frac{D}{360}$$

где P_a – средний размер дивиденда по акции или процента по облигации.

ЦЕНА БИРЖЕВОГО ОПЦИОНА

Рыночная цена биржевого опциона есть интегрированное выражение его теоретической цены (стоимости), спроса и предложения.

Модель теоретической цены (стоимости) биржевого опциона имеет следующий вид (рис. 4):

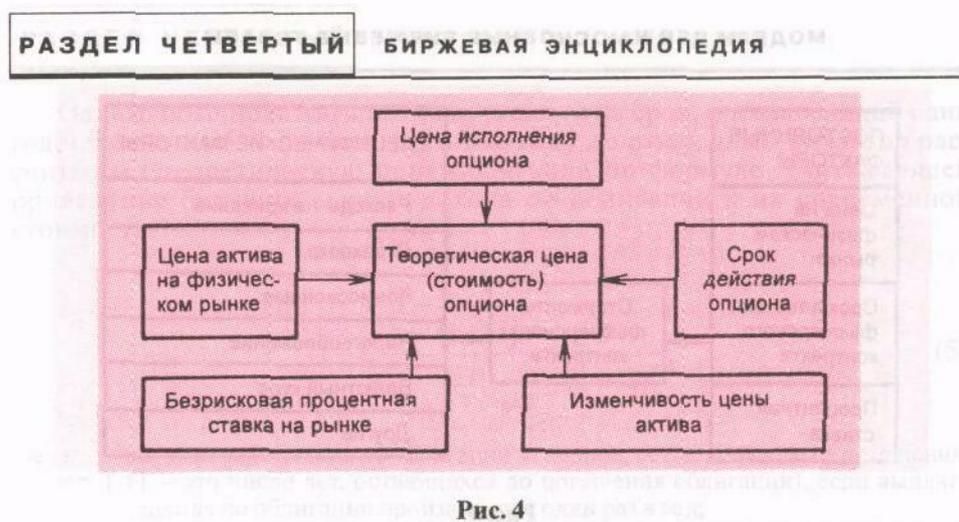


Рис. 4

Формула расчета теоретической цены опциона-колл европейского типа (формула Блэка-Шоулза)

$$C_k = C_n \cdot N(d_1) - C_a \cdot (1 + \Pi) \cdot P(d_2), \quad (9)$$

где C_k – стоимость опциона-колл на данный момент;

C_a – текущая цена актива;

C_n – цена исполнения опциона;

Π – безрисковая процентная ставка;

T – временной интервал;

$P(d_1)$ и $P(d_2)$ – вероятности, определяемые по таблице значений ряда нормального распределения вероятностей,

$$d_1 = \frac{\ln(C_a/C_n) + (\Pi + 0,5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}}; \quad (10)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

где σ – средний уровень колеблемости цены актива, лежащего в основе опциона за промежуток времени T , или стандартные отклонения цены актива;

$\ln(C_a/C_n)$ – натуральный логарифм частного от деления текущей цены актива на цену исполнения опциона.

Соответственно стоимость, или теоретическая премия, опциона-пут может быть выражена следующей формулой:

$$C_p = C_n \cdot (1 + \Pi) \cdot P(d_2) - C_a \cdot (1 - P(d_1)) \quad (12)$$

где C_p – стоимость опциона – пут.

ОСНОВНЫЕ ПАВЕНСТВА ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ В БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛЕ.

1. Взаимосвязь цен опциона на покупку (колл) и опциона на продажу (пут) с одинаковой ценой исполнения и сроком исполнения на один и тот же актив.

Опционы колл и пут тесно взаимосвязаны, Это находит отражение в том, что имеет место паритет между разностью их премий и разностью между ценой актива и ценой исполнения опциона:

- для опционов на фьючерсные контракты:

$$C_k - C_p = C_a - C_n \quad (13)$$

где C_k – премия опциона-колл;

C_p – премия опциона-пут;

C_a – текущая цена актива, лежащего в основе обоих опционов;

C_n – цена исполнения обоих опционов.

- для опционов на физический актив (акции, валюта и т.п.):

$$C_k - C_p = C_a - C_n \cdot (1 + \Pi)^T \quad (14)$$

где Π – рыночная процентная ставка (в долях);

T – период (в годах)

или

$$C_k - C_n = C_a - C_n \cdot \left(1 + \frac{\Pi \cdot t}{365}\right), \quad (15)$$

где t – период (в днях).

2. Взаимосвязь цен на физическом рынке и на рынке фьючерсных контрактов:

Рынок акций

- по формуле сложного процента:

$$F_a = C_a(1 + \Pi - D)^T \quad (16)$$

где F_a – цена фьючерсного контракта на акции;

C_a – цена актива (акции) на физическом рынке;

Π – рыночный процент;

D – дивидендный доход;

T – период до исполнения фьючерсного контракта или его закрытия,

по формуле простого процента:

$$F_a = C_a + C_a \left(\Pi - \frac{D}{360} \right), \quad (17)$$

где Π – число дней до исполнения (окончания срока действия) фьючерсного контракта или его закрытия,

Рынок физических товаров:

- по формуле сложного процента:

$$F_T = C_a(1 + \Pi)^T \quad (18)$$

где F_T – цена фьючерсного контракта на товар;

C_a – цена актива (товара) на физическом рынке;

Π – рыночный процент;

T – период до исполнения фьючерсного контракта или его закрытия.

- по формуле простого процента:

$$F_T = C_a + C_a \cdot \Pi \cdot \frac{T}{360}, \quad (19)$$

где Π – число дней до исполнения (окончания срока действия) фьючерсного контракта или его закрытия,

3. Взаимосвязь текущего и форвардного курсов валюты:

$$K_\phi = K_c + K_c \cdot \Pi \cdot \frac{T}{360(365)}, \quad (20)$$

где K_ϕ – форвардный курс валюты по формуле простого процента;

K_c – текущий курс валюты (спот-курс);

Π – рыночный процент;

T – число дней до исполнения форвардного контракта.

4. Безубыточный форвардный валютный курс обмена одной валюты на другую:

$$K = K_{\phi 1} : K_{\phi 2}, \quad (21)$$

где $K_{\phi 1}$ – форвардный курс 1-й валюты, рассчитанный по формуле (20);

$K_{\phi 2}$ – форвардный курс 2-й валюты, рассчитанный по формуле (20);

K – безубыточный форвардный валютный курс обмена.

5. Взаимосвязь реального и номинального дохода:

$$D_r = \frac{D_n - \Pi_n}{1 + \Pi_n}, \quad (22)$$

где D_r – реальный процентный доход (в долях);

D_n – номинальный процентный доход (в долях);

Π_n – процент инфляции (в долях).

$$D_r \approx D_n - \Pi_n \quad (23)$$

если процент инфляции намного меньше, чем номинальный процентный доход,

6. Взаимосвязь реального дохода, номинального дохода и процента налогообложения номинального дохода:

$$D_{rn} = \frac{D_n(1 - N) - \Pi_n}{1 + \Pi_n}, \quad (24)$$

где D_{rn} – реальный процентный доход после уплаты налога (в долях);

D_n – номинальный процентный доход (в долях);

N – ставка налога на номинальный процентный доход (в долях);

Π_n – процент инфляции (в долях).

Используя формулу (23), можно упростить формулу (24) в следующее выражение:

$D_{рн} = D_{р}(1 - H) - \Pi \cdot H$. (25)

Рассмотренные равенства наиболее часто используются при принятии решений, касающихся инвестирования средств в те или иные биржевые ак-ТИВЫ. Они позволяют действовать быстро и оперативно, однако не могут исключить необходимости более детальных и точных расчетов, когда речь идет о крупных инвестициях.

СЛОВАРЬ БИРЖЕВЫХ ТЕРМИНОВ

А

Акция – единичная часть уставного капитала акционерного общества. Существует в форме ценной бумаги (предъявительская акция) и в форме фиксации прав в реестре акционеров (бездокументарная именная акция). Закрепляет имущественные права.

Арбитраж – рыночная операция безрискового получения прибыли в виде разницы в ценах на любые объекты рынка, продаваемые и покупаемые одним и тем же спекулянтом на одном рынке, разных рынках или на разные даты, основанная на от-клонении текущего состояния рынка от состояния его равновесия.

Аукцион – форма проведения гласных, публичных торгов, основанная на ценностной конкуренции между продавцами и покупателями данного товара, управляемой лицом, проводящим торг.

Аукционная цена – цена, официально зарегистрированная в ходе проведения аукциона.

Б

Базис – разница в цене на биржевой товар на наличном рынке и на рынке фьючерсных контрактов.

Биржа- 1) современная форма организации рынка определенных видов товаров, оформленного в виде объединения профессиональных торговцев, проводящих торги по установленным ими правилам. В зависимости от вида товара различают: товарная биржа – торговля определенными материальными благами; фондовая биржа – торговля акциями и облигациями; валютная биржа – торговля конвертируемыми валютами; фьючерсная биржа – торговля установленными фьючерсными контрактами; опционная биржа – торговля специфическими опционными контрактами; 2) специальным образом оборудованное рыночное место, выделяемое для профессионалов бир-жевого торга – брокеров и дилеров; 3) регулярно действующий по определенным правилам оптовый рынок, на котором совершается торговля ценными бумагами, товарами по образцам, валютой и редкоземельными металлами, контрактами на поставку товаров в будущем и правами на заключение таких контрактов.

Биржа реального товара – биржа, на которой происходит оптовая купля-продажа товаров, При этом совершение самих сделок осуществляется по установленным правилам в отсутствие товара при обязательной его передаче или поставке после проведения биржевых торгов.

Биржа фьючерсная – биржа, на которой торгуют фьючерсными контрактами, Представляет собой не рынок реального товара, а рынок прав на товар, рынок цен.

Биржа открытая – биржа, в торгах на которой могут принимать участие члены биржи и лица, не являющиеся таковыми.

Биржа закрытая – биржа, в торгах на которой принимают участие только члены биржи и их представители – профессиональные биржевые посредники.

Биржа специализированная – биржа, торги на которой производятся по одному товару или по родственной группе товаров.

Биржа универсальная – биржа, торги на которой производятся по разнородным товарам (широкой товарной номенклатуре).

Биржа государственная – биржа, организуемая государством, деятельность которой регулируется государством.

Биржа частная – биржа, организуемая как ассоциация на основе объединения паев (целевых взносов) юридических и физических лиц.

Биржевой лот – минимальное количество товара, которое может быть предложено к продаже по стандартному биржевому договору. Обычно соответствует либо вместимости транспортных средств (железнодорожный вагон, грузовик, судно) либо товарному месту по объему и массе.

Биржевая сводка – информационный бюллетень о биржевых сделках на одной или нескольких биржах.

Биржевой сбор – денежные отчисления участников биржевой торговли в пользу биржи в случае заключения биржевой сделки.

Биржевые цены – цены, зафиксированные в ходе биржевых торгов в установлен-ном на бирже порядке.

Биржевой товар – 1) товар, который является объектом биржевых торгов. Основные группы биржевых товаров: сельскохозяйственные и лесные товары (порядка 40 видов), минеральное сырье и полуфабрикаты (порядка 15-20 видов), ценные бумаги, валютные ценности, индексы; 2) по Российскому законодательству о товарных биржах – не изъятый из оборота товар определенного рода и качества, в том числе стандартный контракт и коносамент на указанный товар, допущенный биржей в установленном порядке к биржевой торговле. Б.т должен отвечать следующим тре-бованиям: быть массовым; представлять собой продукцию, прошедшую первичную обработку (сырье или полуфабрикаты); цена на него должна свободно устанавливаться в зависимости от конъюнктуры рынка; быть взаимозаменяемым; соответствовать единым требованиям по качеству, условиям хранения, измерения и транс-

портировки.

Биржевая сессия – 1) период, в течение которого заключаются сделки на бирже;

2) время работы биржи.

Биржевое посредничество – брокерская и дилерская деятельность членов биржи.

Биржевой договор – документ, которым оформляются соглашения контрагентов по условиям продажи (поставки) товара в результате сделки, заключенной на бирже.

Биржевой зал – (операционный зал) – специальным образом устроенное помещение биржи, где проходят биржевые торги.

Биржевой маклер – специальное профессиональное лицо, ведущее биржевые торги в биржевом зале биржи по поручению руководства биржи.

Биржевые посредники – члены биржи, занимающиеся брокерской или дилерской деятельностью.

Биржевое собрание – собрание лиц, участвующих в биржевых торгах.

Биржевая спекуляция – купля-продажа товаров на бирже с целью получения прибыли.

Биржевой торг – процесс торговли в биржевом зале на основе гласности и публичности, Виды биржевых торгов: открытые торги – торги, в которых принимают участие все желающие; закрытые торги – торги, в которых принимают участие только члены данной биржи.

Биржевая яма – место в торговом зале биржи, расположенное несколько ниже уровня пола, где заключаются сделки.

Брокер – посредник при осуществлении операций с различными активами, торгующий за счет клиента и получающий за это комиссионное вознаграждение. Б, может быть представлен юридическим лицом (брокерской компанией) или физическим лицом. Брокерская компания может проводить посреднические операции как на биржевом, так и на внебиржевом рынках.

Брокерская деятельность – совершение биржевых и внебиржевых сделок от имени клиента и за его счет (или от имени брокера, но за счет клиента).

Брокерская контора (фирма) – посредническая организация на биржевом или внебиржевом рынке.

Брокерский счет – счет, на который перечисляется обусловленная в договоре между брокером и клиентом денежная сумма, В пределах этой суммы брокер по своему усмотрению может осуществлять покупку или продажу ценных бумаг.

«Бык» – участник рынка ценных бумаг, ведущий игру на повышение цен,

Бэквордэйшн (перевернутый, или обратный рынок) – ситуация, при которой цены на наличном товарном рынке выше, чем на фьючерсном рынке, или цены на фьючерсные контракты с более ранним сроком исполнения выше, чем на контракты с более поздним сроком. При таком положении рынок отличается неустойчивостью, резкими колебаниями цен, усилением спекуляции.

Д

Депорт – заключение двух одновременных сделок с одним и тем же контрагентом: покупки актива (валюты, ценных бумаг) на условиях «спот» и одновременно его продажи на срок.

Делистинг – исключение акций или облигаций какой-либо компании, представленной на фондовой бирже, из биржевого оборота. Обычно осуществляется по решению биржи, если компания нарушает требования листинга или если компания прекращает свою деятельность. В результате делистинга биржевая торговля исключенными акциями и публикация биржевых цен на них прекращается.

Дилер – посредник, торгующий от своего имени и за свой счет.

Е

Европейский опцион – опцион, который может быть исполнен только в день истечения опционного контракта.

И

Инвестор – физическое или юридическое лицо, осуществляющее вложения капитала в различные ценные бумаги от своего имени и за свой счет или по поручению своих клиентов.

Инсайдер – лицо, имеющее доступ к внутрифирменной информации.

Индекс Доу-Джонса – один из главных обобщающих показателей мирового фондового рынка, рассчитываемый на основе курсов акций 65 крупнейших промышленных, транспортных и энергетических компаний США, котируемых на Нью-Йоркской Фондовой Бирже.

Индексы биржевые – обобщающие ценностные показатели состояния биржевого рынка. Обычно рассчитываются как средние показатели по определенному кругу биржевых активов.

Индексы курсов акций – 1) обобщающие показатели состояния рынка акций на фондовых биржах;

2) численное значение ежедневного уровня биржевых цен части или всех акций, котируемых на фондовой

бирже, Каждая крупная фондовая биржа рассчитывает свои индексы курсов акций или это делает какая-либо коммерческая структура, получающая соответствующую информацию с фондовых бирж. Наиболее известные в мире индексы курсов акций: Доу-Джонса – в США, Футси – в Великобритании, НИККЕИ -в Японии,

К

Клиринг – 1) совокупность современных механизмов безналичных расчетов, используемых на биржевом и внебиржевом рынках при организованной торговле;

2) система безналичных расчетов, основанная на зачете взаимных требований и обязательств; 3) процедура установления того, кто, что и кому должен и в какие сроки эти обязательства должны быть выполнены.

Котировальная комиссия – рабочий орган биржи, который собирает, обобщает, анализирует и готовит к печати данные о ценах на биржевые товары, установленные в результате биржевых торгов.

Котировка биржевых цен – это выявление биржевых цен в ходе биржевых торгов по определенным правилам, их регистрация специальными службами биржи с последующей публикацией и оглашением через средства массовой информации (газеты, журналы, телевидение, компьютерные информационные системы и т.п.), Котировка биржевых цен ведется в отдельности по каждому виду биржевого товара и по видам сделок с разными сроками исполнения контрактов.

Курс биржевой – рыночная биржевая цена акции, облигации, государственной ценной бумаги, финансового инструмента, определяемая под влиянием соотношения спроса и предложения на фондовой бирже.

Л

Листинг – регламентированная фондовой биржей или, другим организатором рынка процедура отбора и допуска ценных бумаг к торга. Процедура Л. предполагает проверку соблюдения правил выпуска, наличия регистрации выпуска финансовых возможностей компании, размеров акционерного капитала.

Лицензирование бирж – получение разрешения на биржевую деятельность. В РФ осуществляется Комиссией по товарным биржам при Государственном комитете по антимонопольной политике и поддержке новых экономических структур – для товар-ных бирж и Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг – для фондовых бирж.

Ликвидность – сочетание права на свободную перепродажу ценной бумаги со степенью осуществимости этого права; возможность регулярно продавать и покупать ценную бумагу по ее текущей рыночной цене. Высокая ликвидность есть результат наличия крупного рынка: большого числа продавцов и покупателей и высокого объема заключаемых сделок. Основные оценочные показатели ликвидности: соотно-шение числа заявок на покупку с количеством заявок на продажу; разница между ценой продажи и ценой покупки, отсутствие резких изменений в ценах.

М

Маржа – в торговле фьючерсными контрактами – залог, уплачиваемый сторона-ми сделки в Расчетную (Клиринговую) палату для обеспечения всех обязательств по контракту; – первоначальная Т. – сумма, устанавливаемая Расчетной палатой в зависимости от конъюнктуры рынка в размере, необходимом для того, чтобы купить или продать фьючерсный контракт, Обычно сумма первоначальной Т, составляет 5-10% суммы контракта, Вариационная Т. (Т, поддержки) – сумма, которая должна быть внесена владельцем контракта в связи с неблагоприятным отклонением текущей биржевой цены от цены ранее заключенного фьючерсного контракта.

Маркет-мейкер – финансовая компания, являющаяся дилером на биржевом и внебиржевом рынке ценных бумаг и в силу масштабов своей деятельности участвующая в определении рыночных цен на котируемые ею бумаги, Выступает в качестве организатора (формирования) рынка.

Месяц поставки – месяц, в течение которого продавец фьючерсного контракта дол-жен поставить по нему товар, а покупатель фьючерсного контракта – принять этот товар.

О

Оборот биржевой – общий объем биржевых сделок, заключаемых в ходе биржевых торгов в натуральном и стоимостном выражении.

Опцион – договор, в соответствии с которым покупатель опциона получает за установленную плату, называемую премией, право купить или продать конкретное количество какого-либо актива (товара, контрактов) по определенной в договоре цене в течение установленного периода до фиксированной даты (или на эту дату), Различают опцион на покупку и опцион на продажу.

Общее собрание членов биржи – высший орган управления биржей, Созывается обычно один раз в год для

решения наиболее важных вопросов, связанных с деятельностью биржи и формированием выборных органов управления.

П

Прогнозирование цен – установление возможных значений цен в будущем; научное прогнозирование основывается на определенных методах (экстраполяция, моделирование), практическое прогнозирование опирается на механизм биржевой торговли фьючерсными контрактами.

Р

Расчетная (Клиринговая) палата – организация, обеспечивающая клиринг и расчеты при торговле ценными бумагами и фьючерсными контрактами, выступающая гарантом исполнения сделок, организующая исполнение фьючерсных контрактов. Одна Р.п. может обслуживать работу сразу ряда бирж.

Расчетная цена – официальная биржевая цена, используемая для расчетов взаимных обязательств сторон биржевой сделки с Расчетной (Клиринговой) палатой, может рассчитываться как средневзвешенная цена за определенный временной интервал или быть ценой последней сделки.

Риск – возможность потери чего-либо; коммерческий риск: а) реальный – это разница между ожидавшимся доходом (прибылью) и полученным доходом (прибылью); б) предполагаемый – это возможное недополучение дохода (прибыли) по сравнению с его (ее) прогнозными оценками.

Рынок реального товара – рынок, на котором совершаются сделки с наличным товаром. Другое название: наличный, физический рынок.

Рынок ценных бумаг – экономические отношения между участниками рынка по поводу выпуска и обращения ценных бумаг: акций, облигаций, векселей и др.

С

Своп – вид сделки, при которой покупка валюты с оплатой в течение 1-2 дней сочетается с ее продажей на более длительные сроки или наоборот.

Сделка биржевая -1) сделка, заключенная в ходе биржевых торгов и зарегистрированная на бирже по установленным ею правилам; 2) соглашение, достигнутое в ходе биржевых торгов о взаимной передаче прав и обязанностей в отношении биржевого актива.

Сделка с реальным товаром – биржевая сделка, целью которой является действительная передача товара от продавца к покупателю.

Сделка без реального товара – биржевая сделка, объектом которой выступает биржевой фьючерсный контракт или опцион.

Сделка с немедленной поставкой – биржевая сделка, заключаемая на наличный товар, находящийся на складе биржи (продавца) или в пути, Срок исполнения этой сделки совпадает с моментом ее заключения на бирже и составляет обычно 1-2 дня, Сделка оформляется договором купли-продажи.

Спекулянт биржевой – биржевой торговец, доход которого складывается из разницы в ценах на покупаемые и продаваемые им на бирже фьючерсные контракты или любой другой биржевой товар.

Спот – сделка, по которой расчет производится немедленно.

Спрэд – 1) операция, связанная с одновременной покупкой и продажей фьючерсных контрактов на тот же товар, но с разными сроками поставки или на разных рынках. Спрэд может быть внутрибиржевой, межбиржевой, межтоварный, временной. Целью спреда является получение прибыли от игры на разнице в ценах; 2) разница в ценах продажи и покупки биржевого актива.

Стандартизация – установление и применение в практике биржевой торговли единых для данного вида биржевого товара норм, правил, образцов, эталонов, требований; отличающийся от биржевого стандарта, либо не допускается к биржевым торгам, либо устанавливаются надбавки и скидки к биржевой цене за отклонения от стандарта.

Т

Тик – минимальное разрешенное правилами биржевой торговли колебание курса (цены) биржевого актива,

Торги биржевые – гласные, публичные торги, организуемые биржей по установленным ею правилам в определенном месте и в указанное время.

Ф

Фондовая биржа – организация, обеспечивающая обращение ценных бумаг (в основном – акций). Ценные бумаги, обращающиеся на фондовой бирже, должны пройти процедуру листинга. На фондовой бирже продаются и покупаются только самые лучшие ценные бумаги.

Форвардная сделка – сделка, срок исполнения которой не совпадает с моментом ее заключения на бирже и оговаривается в контракте.

Фьючерсный контракт – стандартный биржевой договор на куплю-продажу биржевого актива в заданный момент в будущем по цене, определенной сторонами при заключении сделки.

Фьючерсный рынок – экономические отношения по поводу заключения фьючерсных контрактов. Ф.р. – только биржевой рынок. Выполняет, в частности, функцию страхования ценностных рисков по отношению к реальному (наличному, физи-ческому) рынку.

Х

Хеджер – участник рынка фьючерсных контрактов, заключающий фьючерсные контракты с целью хеджирования (страхования) сделок на рынке реального товара.

Хеджирование – страхование ценностных рисков на основе занятия противоположных позиций на разных рынках одного и того же биржевого актива или взаимосвязанных между собой биржевых активов.

Ц

Цена закрытия биржи – обычно цена последней биржевой сделки.

Цена контракта – цена, по которой заключен фьючерсный контракт.

Цена открытия биржи – 1) цена, с которой начинается биржевой торг нового рабочего дня. Обычно за цену открытия биржи принимается цена закрытия биржи предыдущего рабочего дня; 2) цена первой сделки, заключенной на бирже.

Ч

Член биржи – физическое или юридическое лицо, имеющее право участвовать в биржевых торгах и участвовать в управлении биржей, а также принимающее участие в формировании капитала фирмы.

Ш

Штат биржи – персонал работников биржи, обслуживающих работу биржи во всех ее режимах.

Я

Ярмарка – форма оптовой торговли, представляющая собой периодически действующий организованный рынок для сезонных товаров, а также машин, оборудования, новых видов продукции. Торги на Я, проводятся гласно, цены устанавливаются в зависимости от соотношения спроса и предложения товаров. Покупателями, как правило, являются посредники, закупающие продукцию для дальнейшей перепродажи.

ОГЛАВЛЕНИЕ

ОБРАЩЕНИЕ К ЧИТАТЕЛЯМ	2
ГЛАВА I СУЩНОСТЬ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ.....	5
1.1. ПОНЯТИЕ ОРГАНИЗОВАННОГО РЫНКА	5
1.2. ОТЛИЧИТЕЛЬНЫЕ ЧЕРТЫ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ	6
1.3. ЭВОЛЮЦИЯ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ.....	7
1.4. ПРИЧИНЫ И УСЛОВИЯ.....	8
ВОЗРОЖДЕНИЯ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ В РОССИИ В 1990-1991 ГГ.	8
ГЛАВА II БИРЖА КАК ОРГАНИЗАТОР ТОРГОВЛИ.....	11
2.1. ПОНЯТИЕ БИРЖИ.....	12
И ИСТОРИЯ ЕЕ ВОЗНИКНОВЕНИЯ	12
2.2. ФУНКЦИИ СОВРЕМЕННОЙ БИРЖИ.....	13
2.3. ВИДЫ БИРЖ.....	15
2.4. БИРЖА И ОРГАНИЗАЦИИ БИРЖЕВОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ.....	19
2.5. ПОНЯТИЕ, СОСТАВ И ПРИНЦИПЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ БИРЖЕВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ.....	23
ГЛАВА III.....	25
БИРЖЕВОЙ ТОВАР	25
3.1. ПОНЯТИЕ И СОСТАВ БИРЖЕВОГО ТОВАРА	25
3.2. ХАРАКТЕРИСТИКА	26
БИРЖЕВОГО ТОВАРА ТОВАРНЫХ БИРЖ.....	26
3.3. ЦЕННЫЕ БУТАГИ – БИРЖЕВОЙ ТОВАР	28
3.4. ВАЛЮТА КАК ТОВАР.....	31
ГЛАВА IV	32
БАЗИСНЫЕ РЫНКИ.....	32
4.1. РЫНОК ЦЕННЫХ БУТАГ	32
4.2. ТОВАРНЫЙ РЫНОК	34
4.3. ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК.....	38
ГЛАВА V	42
БИРЖЕВЫЕ ИНДЕКСЫ И ИХ АНАЛИЗ.....	42
5.1. БИРЖЕВЫЕ ИНДЕКСЫ	42
5.2. ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ В БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛЕ.....	46
5.3. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ	51
ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА В БИРЖЕВОМ ДЕЛЕ.....	51
ГЛАВА VI.....	61
ОРГАНИЗАЦИЯ БИРЖЫ И ЕЕ УПРАВЛЕНИЕ	61
6.1. УЧРЕДИТЕЛИ И ЧЛЕНЫ БИРЖИ	61
6.2. ОРГАНЫ УПРАВЛЕНИЯ БИРЖЕЙ	64
ГЛАВА VII	68
БИРЖЕВОЕ ПОСРЕДНИЧЕСТВО	68
7.1. БРОКЕРСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ	68
7.2. ДИЛЕРСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ	70
ГЛАВА VIII.....	70
ОРГАНИЗАЦИЯ БИРЖЕВОГО ТОРГА	70
8.1. ПРАВИЛА БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ	70
8.2. УЧАСТНИКИ БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ	72
8.3. ДОПУСК БИРЖЕВОГО ТОВАРА К ТОРГАМ.....	74

8.4. ТОРГОВЫЕ ПОРУЧЕНИЯ И ИХ ВИДЫ.....	77
8.5. ТЕХАНИЗТ ВЕДЕНИЯ БИРЖЕВОГО ТОРГА	79
ГЛАВА IX.....	82
БИРЖЕВЫЕ СДЕЛКИ	82
9.1. ПОНЯТИЕ О СДЕЛКАХ С БИРЖЕВЫМ ТОВАРОМ	82
9.2. ВИДЫ, ОСОБЕННОСТИ	85
И ПОРЯДОК ЗАКЛЮЧЕНИЯ СДЕЛОК НА ТОВАРНОЙ, ФОНДОВОЙ И ВАЛЮТНОЙ БИРЖАХ	85
ГЛАВА X	89
КЛИРИНГ И РАСЧЕТЫ ПО БИРЖЕВЫМ СДЕЛКАМ.....	89
10.1. СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ КЛИРИНГА И РАСЧЕТОВ.....	89
10.2. ОБЩЕЕ ОПИСАНИЕ КЛИРИНГА И РАСЧЕТОВ	89
10.3. ОСНОВНЫЕ ВИДЫ РИСКОВ	90
10.4. КЛИРИНГ И РАСЧЕТЫ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУПАГ	91
10.5. КЛИРИНГ И РАСЧЕТЫ НА	92
РЫНКЕ ФЬЮЧЕРСНЫХ КОНТРАКТОВ	92
10.6. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ.....	93
РАЗВИТИЯ СИСТЕМ КЛИРИНГА И РАСЧЕТОВ	93
ГЛАВА XI ВЫЯВЛЕНИЕ БИРЖЕВОЙ ЦЕНЫ.	94
11.1. СУЩНОСТЬ И ЗНАЧЕНИЕ БИРЖЕВЫХ КОТИРОВОК	94
11.2. УСТАНОВЛЕНИЕ ЦЕНЫ НА АУКЦИОНЕ.....	95
11.3. МЕТОД УСТАНОВЛЕНИЯ ЕДИНОГО КУРСА	101
11.4. ФИКСИНГ КАК СПОСОБ УСТАНОВЛЕНИЯ ЦЕНЫ.....	103
ГЛАВА XII	104
КОМПЬЮТЕРИЗАЦИЯ БИРЖЕВОГО ДЕЛА	104
12.1. РОЛЬ СРЕДСТВ АВТОМАТИЗАЦИИ В БИРЖЕВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	104
12.2. АВТОМАТИЗИРОВАННЫЕ РАБОЧИЕ МЕСТА УЧАСТНИКОВ БИРЖЕВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА БАЗЕ ПЭВТ.....	106
12.3. АВТОМАТИЗИРОВАННЫЕ СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ БИРЖАМИ.....	113
ГЛАВА XIII.....	117
ТОРГОВЛЯ ФЬЮЧЕРСНЫМИ КОНТРАКТАМИ	117
13.1. ПОНЯТИЕ ФЬЮЧЕРСНОЙ ТОРГОВЛИ И ФЬЮЧЕРСНОГО КОНТРАКТА	117
13.2. ИСТОРИЯ И ПРИЧИНЫ.....	120
ВОЗНИКНОВЕНИЯ ФЬЮЧЕРСНОЙ ТОРГОВЛИ	120
13.3. ЦЕЛИ ФЬЮЧЕРСНОЙ ТОРГОВЛИ	121
13.4. ТЕХАНИЗТ БИРЖЕВОЙ	121
ФЬЮЧЕРСНОЙ ТОРГОВЛИ	121
13.5. ПОРЯДОК ЗАКЛЮЧЕНИЯ И ИСПОЛНЕНИЯ СДЕЛОК НА КУПЛЮ-ПРОДАЖУ ФЬЮЧЕРСНЫХ КОНТРАКТОВ	123
13.6. ХЕДЖИРОВАНИЕ	125
И БИРЖЕВАЯ СПЕКУЛЯЦИЯ.....	125
13.7. ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ НА ФЬЮЧЕРСНЫЕ КОНТРАКТЫ	128
13.8. ФИНАНСОВЫЕ РАСЧЕТЫ ВО ФЬЮЧЕРСНОЙ ТОРГОВЛЕ	130
13.9. ОСОБЕННОСТИ ФЬЮЧЕРСНОЙ ТОРГОВЛИ В РОССИИ	132
ГЛАВА XIV	134
ТОРГОВЛЯ ОПЦИОНАМИ НА БИРЖЕ	134
14.1. ПОНЯТИЕ И ВИДЫ БИРЖЕВЫХ ОПЦИОНОВ.....	134
14.2. БАЗИСНЫЕ ОПЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ	135
14.2.1. ПРОСТЫЕ СТРАТЕГИИ.....	136
14.2.2. ДРУГИЕ ОПЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ.....	139
14.2.3. ГРАФИКИ ОПЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ	141
14.3. ЦЕНООБРАЗУЮЩИЕ ФАКТОРЫ БИРЖЕВЫХ ОПЦИОНОВ.....	143
РОССИЙСКИЕ БИРЖИ	161
МОДЕЛИ ЦЕН НА ОСНОВНЫЕ БИРЖЕВЫЕ ТОВАРЫ	162

СЛОВАРЬ БИРЖЕВЫХ ТЕРМИНОВ	167
ОГЛАВЛЕНИЕ.....	172