Кудряшов Юрий Николаевич. Риски в биржевой торговле ценными бумагами и способы их минимизации : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2000 156 c. РГБ ОД, 61:01-8/823-5

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Принципы современной организации биржевой торговли ценными бумагами на

различных рынках 8

1.1. Основные характеристики развития биржевой торговли ценными бумагами 8

1.2. Различия американского и европейского подходов к организации биржевой торговли ценными бумагами 18

1.2.1. Американский подход 18

1.2.2. Европейский подход 24

1.2.3. Различия европейского и американского подходов 33

1.3. Сравнительные характеристики ведущих российских биржевых площадок 57

Глава 2. Риски в биржевой торговле ценными бумагами и механизмы их минимизации. 74

2.1. Биржевые риски в системе рисков финансовых рынков 74

2.2. Методика оценки рисков биржевых технологий 93

2.3. Концепция минимизации рисков в процессе организации биржевой торговли ценными бумагами 99

2.3.1. Стратегия построения системы управления рисками 102

2.3.2. Управление рисками на уровне подсистем 106

Заключение 143

Список литературы 147

Приложение: Блок - схемы организации торговли ценными бумагами на Московской

фондовой бирже

**Введение к работе**

Крупнейшие современные мировые фондовые биржи, как организаторы торговли на рынке ценных бумаг, претерпевают в последнее время существенные изменения Глобализация финансовых рынков, развитие телекоммуникационных и информационных технологий создает для площадок, торгующих финансовыми активами новые реалии, которые приводят, с одной стороны, к обострению конкурентной борьбы между торгующими финансовыми центрами, а с другой стороны, объективно объединяют их. Клиентам фондовых бирж предлагаются новые услуги, а на самих биржах качественно изменяется структура биржевых затрат и доходов.

Финансовый кризис, длящийся в России уже два года, производит естественный отбор как среди профессиональных участников рынка, так и среди соответствующих элементов инфраструктуры, обслуживающих его. Он предъявляет, прежде всего, особые требования к организаторам торговли ценными бумагами, т.е. к тому сегменту финансового рынка, который всегда являлся отражением уровня развития страны в целом. Действительно, именно информация с биржевых площадок является в настоящее время средством и политической борьбы, условием принятия определенных законодательных актов, реакцией практически на все важные события, происходящие как внутри страны, так и вне ее, Тем более возникает необходимость создания такого механизма биржевой торговли ценными бумагами, который, с одной стороны, будучи доступен для большинства участников финансового рынка, существенно снижал бы их издержки и риски в этом процессе, а с другой стороны, способствовал бы введению в экономический оборот все большего числа финансовых активов.

С другой стороны, технологическая революция, которая привела к принципиально новым для инвесторов телекоммуникационным и информационным возможностям, а именно: к электронной торговле ценными бумагами через Интернет, к торговле без посредников через так называемый «четвертый рынок», объективно диктует и поиск новых биржевых технологий, которые, с одной стороны, берут на вооружение новейшие достижения науки и техники, а с другой стороны, позволяют участникам торгов дать такую информационную базу, которая существенно снигзит возможности появления непреднамеренных ошибок и просчетов при принятии решений в процессе биржевой торговли.

Авторы современных научных трудов рассматривают в основном организационную сторону функционирования фондовых бирж или вопросы, связанные с рисками, возникающими на рынке ценных бумаг. В публикациях, появившихся в течение

з

нескольких последних лет, вопросы организации биржевой торговли ценными бумагами, именно с позиций снижения риска для ее участников не находят должного отражения Недостаточная теоретическая разработка и большое практическое значение вышеуказанных проблем определяют особую актуальность исследований данных вопросов.

Степень разработанности проблемы. Методология организации фондового рынка и биржевой торговли отражена в трудах многих ученых-экономистов Среди отечественных авторов наибольший интерес вызывают работы М.Ю. Алексеева, Б.И. Алехина, В.А. Галанова, А.Г. Грязновой, В. Дарагана, В.Г. Кещана, А.А. Козлова, О.М. Козырь, Р.В. Корнеевой, А.Н. Лоскутова, В.А. Лялина, MB.Машиной, Н.В. Мещеровой, ЯМ. Миркина, Е.В. Михайловой, В.Т. Мусатова, В. Овчинникова, Б Б. Рубцова, В.А.Тарачева, Л.А.Чалдаевой, а также результаты исследований зарубежных ученых Г. Дефоссе, Дж. О Брайен, Дж.Литтл, Л.Роудс, Д. Сакс, Р.Тьюлз, С. Шривастава.

Изучение вышеуказанных публикаций показало, что вопросы организации современной торговли на фондовых биржах, особенно в плане снижения рисков для ее участников, требуют дальнейшего исследования, как в практическом, так и в теоретическом плане. Все сказанное определило выбор темы, ее актуальность и направления исследования.

Цель диссертационного исследования. Основная цель работы определена следующим образом: на основе изучения теории и практики организации международной и отечественной биржевой торговли ценными бумагами разработать концептуальные механизмы снижения рисков для ее участников.

Задачи исследования. В соответствии с целью диссертационного исследования автором поставлены следующие задачи теоретического и прикладного характера:

выявить основные тенденции развития биржевой торговли ценными бумагами на ближайшую перспективу;

определить особенности организации фондовых бирж, действующих по американской и европейской модели для использования лучших достижений биржевых технологий в отечественной практике;

дать сравнительную характеристику организации торговли ценными бумагами на ведущих российских фондовых биржах,

классифицировать операционные биржевые риски применительно к общей системе рисков, возникающих на финансовых рынках;

определить перечень основных аналитических показателей эффективности биржевых технологий на ведущих российских площадках;

разработать концептуальные положения и систему мероприятий программы по минимизации рисков в отечественной биржевой торговле.

Предмет исследования - организация биржевой торговли ценными бумагами.

Объектом исследования являются фондовые биржи, создаваемые в форме некоммерческого партнерства и осуществляющие свою деятельность на рынке ценных бумаг на основании соответствующей лицензии.

Методологическая основа работы базируется на принципах системного подхода, приемах и способах, присущих анализу коммерческой деятельности, в частности, на таких как, документирование, группировка, ряды динамики, индексные способы.

Теоретической базой диссертационного исследования явились труды отечественных и зарубежных экономистов-исследователей по рассматриваемой проблеме.

Информационную базу работы составили нормативно-правовые акты Российской Федерации в области рынка ценных бумаг, данные статистической и бухгалтерской отчетности российских бирж, внутрибиржевые нормативные документы (договор участников некоммерческого партнерства, положение о листинге, делистинге, правила торговли ценными бумагами).

Объем и структура диссертации. Работа содержит 152 страницы. Она имеет структуру, обусловленную целью и задачами рассматриваемой проблемы, объектами анализа, методами исследования. Положения диссертации проиллюстрированы таблицами, схемами и приложениями, Список использованной литературы содержит 110 наименований.

Оценка достоверности и новизны научных результатов диссертационного исследования. Степень новизны работы заключается в том, что в настоящей диссертационной работе осуществлено комплексное исследование вопросов, связанных с созданием системы управления рисками при совершении биржевых операций с ценными бумагами. Это подтверждается следующими полученными результатами:

выявлены различия в европейском и американском подходах технологической организации биржевой торговли ценными бумагами с позиций использования наиболее эффективных биржевых процедур при развитии отечественных торговых площадок,

: проведено качественное и количественное сопоставление организационных особенностей торговли ценными бумагами на ведущих российских фондовых биржах с позиций определения рисков участников торгов, адаптивности биржевой инфраструктуры к потребностям текущего и перспективного функционирования российского рынка ценных бумаг;

предложена оригинальная классификация операционных рисков, возникающих в процессе биржевой торговли ценными бумагами, субординированных по степени их значимости для операторов и организаторов рынка, а также обеспечения информационной и технологической безопасности участников торгов;

обоснована методика определения операционных биржевых рисков, позволяющая на основе имеющейся информации дать количественную оценку риска торговой, расчетной, клиринговой и депозитарной систем;

определены основные информационные потоки, сопутствующие проведению биржевых операций, на основе чего проведена структуризация процессов обработки и распространения информации по степени доступности на разных этапах биржевого процесса;

разработана гибкая конструкционная модель организации биржевой торговли ценными бумагами, обеспечивающая включение в комплекс услуг, предоставляемых организатором торговли, встроенных механизмов, позволяющих избежать непреднамеренных, случайных, информационных и технологических ошибок. Теоретическая и практическая значимость исследования. Теоретическая

значимость выполненного диссертационного исследования состоит в разработке отдельных теоретических аспектов организации биржевого процесса и тенденций, возникающих на ведущих мировых и российских биржах. Практическая значимость проведенного исследования заключается в возможности использования профессиональными участниками рынка, и в первую очередь, организаторами торговли, разработанных в диссертации предложений по совершенствованию организации биржевых торгов ценными бумагам с целью повышения привлекательности биржевых площадок как для запуска новых финансовых инструментов, так и для привлечения новых участников торгов.

Рекомендации по использованию результатов диссертационного исследования Основные теоретические положения и выводы (о тенденциях развития фондовых бирж, сравнительной характеристики европейского и американского подходов при организации биржевого процесса, сравнительной характеристики ведущих российских торговых %

площадок), могут быть использованы в процессе работы фондовых бирж, а также дальнейшей научной разработке темы исследования. Выводы диссертационного исследования могут применяться в учебном процессе при чтении курсов: «Ценные бумаги», «Биржевое дело» и «Портфельные инвестиции».

Апробация работы. Основные положения диссертации обсуждены и получили апробацию в тезисах, статьях и выступлениях на научных конференциях, а также были непосредственно использованы при создании и организации деятельности Московской фондовой биржи.

class1 **Принципы современной организации биржевой торговли ценными бумагами на**

**различных рынках** class1

## Основные характеристики развития биржевой торговли ценными бумагами

Сегодня в мире существует более 150 фондовых бирж (57, 18). Одни возникли несколько столетий назад, другие, официально провозгласив свое учреждение, еще только переживают период становления. На крупных биржах котируются ценные бумаги более тысячи корпораций и операции осуществляют сотни брокерских фирм. Для малых бирж эти показатели исчисляются десятками и даже единицами. Некоторые крупные биржи уже начали обособлять традиционные сделки от недавно изобретенных, например индексных, создав специализированные дочерние биржи. Где-то главным товаром остаются акции, на других — подавляющая доля оборота приходится на разного рода облигации. Одни фондовые биржи разрешают, другие запрещают либо накладывают весомые ограничения на продажу мест иностранным брокерским фирмам, а также допускают или нет к торговле ценные бумаги зарубежных эмитентов. В некоторых странах есть только одна биржа, в других наряду с центральной работают и региональные. Во многих странах существует биржевой налог на оборот ценных бумаг, который взимается всякий раз, когда они переходят из рук в руки. Причем в одних странах он взимается лишь с продавца, в других — банки и инвестиционные фонды освобождаются от уплаты такого налога. В Великобритании же, например, он взимается с граждан страны, но от него освобождаются иностранные инвесторы. Иначе говоря, в организации биржевого дела в каждой стране есть свои важные особенности.

Анализируя разнообразные рынки, которые организованы биржами — членами международной федерации фондовых бирж (далее — Федерация либо FIBV), следует отметить, что их активность концентрируется преимущественно на традиционных продуктах — акциях и облигациях. Неудивительно, что 98% бирж организуют рынки акции (за исключением Чикагской биржи опционов — Chicago Board Options Exchange — СВОЕ) и 82% также организуют рынки облигаций. Эта статистика показывает, что доходы фондовых бирж складываются преимущественно за счет эксплуатации типичных биржевых продуктов — акций и облигаций (52, 127).

## Различия американского и европейского подходов к организации биржевой торговли ценными бумагами

В основе организованных рынков США находится биржевая система, которая является крупнейшей и самой разветвленной в мире. Старейшей из фондовых бирж считается Филадельфийская, которая действует с 1754 года. В последующем в каждом штате пытались организовать свою фондовую биржу, но постепенно происходил процесс концентрации и сокращение числа провинциальных бирж. В 1931 году их насчитывалось около 38, в 1954 - 17, к 1994 году их осталось всего 7. После войны в США утвердилась концепция развития «региональных бирж», которые в отличие от провинциальных бирж как сугубо локальных рынков обслуживают целые регионы и национальный фондовый рынок (16, 270).

Несмотря на то, что региональные фондовые биржи действительно отводят важное место в котировочных списках некоторым местным компаниям, большая часть их бизнеса возникла на национальных рынках. Комиссия по ценным бумагам и биржам не проводит подобного разграничения, считая все зарегистрированные фондовые биржи национальными. Число компаний, ценные бумаги которых зарегистрированы на региональных биржах, обычно находится в интервале от 100 до 500. Однако в настоящее время на большинстве региональных бирж также идет торговля акциями, которые включены в листинг на общенациональных биржах. Среди наиболее крупных региональных бирж следует отметить биржи в Бостоне, Чикаго, Филадельфии, Цинцинати, а также Тихоокеанскую фондовую биржу (59, 37). коммерсанта подписали первое брокерское соглашение, которое в последующем назвали «Соглашение под платаном». Его текст был коротким (59, 20):

«Мы, нижеподписавшиеся, брокеры по покупке и продаже публичных ценных бумаг, настоящим торжественно обещаем и обязуемся друг перед другом, что мы не будем покупать или продавать с этого дня любому лицу какие бы то ни было виды публичных ценных бумаг без взимания комиссии в размере не менее одной четверти процента стоимости звонкой монетой и что мы будем отдавать предпочтение друг другу в наших переговорах. В доказательство этого мы подписали этот документ 17 числа месяца мая 1792 года в Нью-Йорке». Вкратце этот документ имел два положения: брокеры должны были совершать сделки только друг с другом, тем самым исключая аукционистов; комиссионные составляли 0,25 %.

Сначала новая организация называлась Нью-Йоркской Палатой по торговле акциями. В 1863 году эта организация получила свое современное название. В течение многих лет NYSE была организована как «добровольная ассоциация», а не как корпорация или товарищество. В 1972 г. она была реорганизована в некоммерческую корпорацию штата Нью-Йорк, которая имеет 1366 членов. Это число остается неизменным с 1953 года. (Устав NYSE, ст. II п. 1051)

Согласно Уставу Нью-Йоркская фондовая биржа должна в процессе своего функционирования решать следующие задачи: готовить помещения для соответствующих деловых операций, обеспечивать условия, необходимые для работы членов и организаций-членов биржи, поддерживать высокий уровень коммерческой чести среди членов и организаций-членов, развивать и внедрять справедливые торговые принципы, выполнять функции торговой палаты, выполнять функции биржи (Акт о биржах и ценных бумагах от 1934 года).

В целом Нью-Йоркская фондовая биржа представляет собой рыночную среду аккумулирования временно свободных денежных средств, которая вовлекает в сферу своей деятельности более 51 млн. частных инвесторов 10 тыс. корпоративных инвесторов, 2675 компаний, ценные бумаги которых представлены в листинге биржи, 491 члена биржи, более 1400 сотрудников, треть которых выполняет функции надзора и контроля (59, 23).

## Биржевые риски в системе рисков финансовых рынков

Понятие риска используется в целом ряде наук. Исследования по анализу риска можно найти в литературе по правовым вопросам, психологии, медицине, философии. В каждой случае исследование риска основывается на предмете изучения данной науки и, естественно, опирается на собственные подходы и методы. Такое многообразие направлений исследования риска объясняется многоаспектностью этого явления.

В отечественной экономической науке по мнению авторов (53, 54) по существу отсутствуют общепризнанные теоретические положения о предпринимательском риске, фактически не разработаны методы оценки риска применительно к тем или иным производственным ситуациям и видам предпринимательской деятельности, отсутствуют рекомендации о путях и способах уменьшения и предотвращения риска.

Определенный интерес представляет сравнение классической и неоклассической теорий предпринимательского риска и их экономического приложения.

В классической теории предпринимательского риска (Дж. Милль, НУ. Сениор) последний отождествляется с математическим ожиданием потерь, которые могут произойти в результате выбранного решения. Риск здесь не что иное, как ущерб, который наносится осуществлением данного решения.

Такое толкование сущности риска вызвало возражение у части экономистов, что повлекло за собой выработку иного понимания содержания риска.

В 30-е годы нашего столетия экономисты А. Маршалл и А. Пигу разработали основы неоклассической теории предпринимательского риска. Основы этой теории состоят в следующем:

Предприниматель работает в условиях неопределенности;

Предпринимательская прибыль есть случайная переменная.

Предприниматели в своей деятельности руководствуются размерами ожидаемой прибыли и величиной ее возможных колебаний.

Именно вероятность удачи является мотивом идти на риск. (10, 34)

По мнению Балабанова И.Т. (3, 4) риски можно разделить на чистые и спекулятивные.

Под чистым подразумевается риск, приводящий только к отрицательным последствиям, а под спекулятивным - с возможным положительным исходом. По степени глобализации последствий риски делятся на систематические и неситематические (60), по возможности страхования на страховые и нестраховые (30, 174).