Тормозова Татьяна Васильевна. Оптимизация структуры российского рынка ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 182 c. РГБ ОД, 61:04-8/992-2

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФОРМИРОВАНИЯ ОПТИМАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

1.1. Структура рынка ценных бумаг и ее роль в обеспечении справедливого ценообразования 14

1.2. Фрагментарность как особое состояние структуры рынка ценных бумаг 32

ГЛАВА 2. ЗАРУБЕЖНАЯ ПРАКТИКА ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ 47

2.1. Концепция национального рынка ценных бумаг США 47

2.2. Сравнительная характеристика подходов к оптимизации структуры рынка ценных бумаг (развитые и формирующиеся рынки ценных бумаг) 68

ГЛАВА 3. ФОРМЫ ПРОЯВЛЕНИЯ ФРАГМЕНТАРНОСТИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ 81

3.1. Фрагментарность российского рынка ценных бумаг: количественные и качественные характеристики 81

3.2. Развитие системы межбиржевых отношений как основа решения

проблемы фрагментарности 101

ГЛАВА 4. КОНЦЕПЦИЯ ПРЕОДОЛЕНИЯ ФРАГМЕНТАРНОСТИ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ 120

4.1. Методы решения проблемы фрагментарности на уровне микроструктуры торговых площадок 120

4.2. Оптимальная структура рынка ценных бумаг России 135

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 154

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 162

СОКРАЩЕНИЯ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ В РАБОТЕ 173

ПРИЛОЖЕНИЯ

**Введение к работе**

В процессе перехода экономики России на качественно новый уровень развития возрастает значимость участия российского рынка ценных бумаг в перераспределении денежных ресурсов на цели инвестиций. Способность рынка ценных бумаг перераспределять инвестиции повышается, если рыночная цена ценных бумаг эмитента устанавливается в условиях справедливого ценообразования. Рыночная цена ценных бумаг влияет на стоимость будущих заимствований эмитента и должна объективно отражать его возможности по привлечению инвестиций.

Отсутствие структуры рынка ценных бумаг, создающей условия для взаимодействия всего спроса и предложения на ценные бумаги на принципах свободной рыночной конкуренции отрицательно влияет на практику справедливого ценообразования.

Программы социально-экономического развития РФ на долгосрочную перспективу предусматривают организацию целостной системы финансового посредничества, которая предоставляет возможность широкого выбора типов посредников, объектов инвестирования и механизмов снижения рисков работы на фондовом рынке для инвесторов.

В связи с массовым распространением информационных технологий возможности для развития посреднических услуг существенно возрастают. На крупнейших российских фондовых биржах расширяется количество торгуемых ценных бумаг, формируются альтернативные механизмы торговли для традиционных видов ценных бумаг. Снижаются торговые издержки для участников, проводится работа по информационной поддержке эмитентов, выходящих на организованный рынок. За период 2001-2002 гг. торговый оборот биржевого рынка акций вырос на 17 млрд. долл., из них 47% прироста было

обеспечено за счет участников, торгующих посредством интернет-трейдинга.1Сложившаяся структура рынка ценных бумаг все более полно отражает интересы инвесторов и эмитентов.

Вместе с тем структурные факторы роста эффективности перераспределительной функции рынка ценных бумаг используются в недостаточной степени. По итогам 2002 г. предприятиями на российском организованном рынке ценных бумаг было привлечено инвестиций на сумму 61,5 млрд. руб. (на 4 млрд. руб. меньше, чем в 2001 году). Это всего 4% от общего объема инвестиций в основной капитал, при том, что потребности в инвестициях в основной капитал для его простого воспроизводства были удовлетворены в 2002 г. всего на 35%.

В настоящее время на организованном рынке ценных бумаг обращались ценные бумаги сравнительно небольшого количества российских эмитентов, которые представляют лишь ограниченный спектр отраслей отечественной экономики. По состоянию на конец 2002 г. 74% капитализации российского рынка ценных бумаг обеспечивали предприятия топливно-энергетического комплекса, в то время как их доля объеме промышленного производства за 2002 г. не превышала 16%.

Одной из причин того, что сложившаяся структура рынка ценных бумаг недостаточно оптимальна, является наличие барьеров для взаимодействия между элементами и подсистемами данного рынка.

Особое состояние рынка ценных бумаг, отличающееся наличием барьеров для взаимодействия между его элементами и приводящее к нарушению единства и целостности системы, определяется как фрагментарность рынка ценных бумаг. Фрагментарность рынка ценных бумаг способствует сохранению высокого уровня

' Рассчитано автором по данным годовых отчетов РТС за 2001 и 2002 гг., пресс-релизов ММВБ, региональных валютных бирж по итогам 2002 г., годовых отчетов Фондовой биржи Санкт-Птербург и МФБ за 2002 г.

2 Рассчитано по данным пресс-релизов ММВБ и РТС об итогах работы за 2002 год.

3 Рассчитано по данным РТС ().

волатильности, низкого уровня ликвидности рынка и ограничивает его участие в  
инвестиционных процессах.4 Невнимание к этой проблеме снижает

положительный эффект, наблюдающийся благодаря росту насыщенности оборота ценных бумаг и денежных средств, грозит дальнейшим ослаблением влияния российского рынка ценных бумаг на инвестиционные процессы в экономике и массовым оттоком эмиссионной и торговой активности за пределы страны.

Таким образом, **актуальность темы**исследования обусловлена необходимостью повышения эффективности перераспределительной функции и роста конкурентоспособности рынка ценных бумаг за счет оптимизации его структуры.

**Целью работы**является анализ фрагментарности как одной из причин неэффективного выполнения рынком ценных бумаг функции перераспределения денежных ресурсов, и разработка системы мероприятий по оптимизации структуры российского рынка ценных бумаг.

Для достижения цели исследования требуется решить следующие задачи:

Определить понятие «фрагментарность рынка ценных бумаг», выделить  
формы и виды фрагментарности, в том числе:

а Проанализировать связь между способностью рынка ценных бумаг

осуществлять его перераспределительную функцию и структурой рынка

ценных бумаг; а Выделить причинно-следственные связи между структурой рынка ценных

бумаг и процессом ценообразования; Дать характеристику структуры рынка ценных бумаг, объективно

складывающейся при устойчивом состоянии фрагментарности.

Раскрыть зарубежную практику оптимизации структуры национальных  
рынков ценных бумаг на основе решения проблемы фрагментарности.

4 Сходного мнения придерживается В.В. Булатов (См.: Булатов В.В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики. Наука - 2002. - С. 205-225).

Дать качественные и количественные характеристики российского рынка ценных бумаг как фрагментарного.

Разработать подходы к оптимизации структуры российского рынка ценных бумаг на основе преодоления его фрагментарности.

**Объектом исследования**выступает национальный рынок ценных бумаг.

**Предметом исследования**является структура рынка ценных бумаг в условиях его фрагментарности.

**Методологические и теоретические основы исследования.**

Настоящее исследование использует категориальный аппарат неоклассической теории общего экономического равновесия, микроструктурной теории рынка и ее приложений в области ценообразования на рынке ценных бумаг.

Методологической основой исследования является системный анализ, сочетающий принципы макро- и микроэкономического подходов к процессу ценообразования на организованном рынке ценных бумаг. Использованы методы статистического, эконометрического и сравнительного анализа. Работа выполнена в рамках пунктов 4.1. «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов» и 4.3. «Институциональные преобразования рынка ценных бумаг и проблемы деятельности его институтов» раздела 4 «Формирование и развитие рынка ценных бумаг» паспорта специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Степень разработанности проблемы.**

Научный интерес к оптимизации структуры рынка ценных бумаг возник в период 60-70 гг. XX в. на фоне массового распространения информационных технологий, изменяющих условия функционирования национальных рынков ценных бумаг. Теоретические представления об участии структурных факторов в ценообразовании на рынке ценных бумаг были заложены представителями неоклассической школы еще в конце XIX - начале XX веков. Леон Вальрас и Альфред Маршалл на основе реально существующих торговых систем определили

условия справедливого ценообразования и создали модели установления равновесной цены, отвечающие принципам двойного дискретного и непрерывного аукционов.

Основываясь на выводах, сделанных на основе базовых моделей общего равновесия, К. Гарбэйд и Дж. Сильбер выделили фрагментарность как объективно существующее структурное явление. Предвидя дальнейшее развитие информационных технологий, эти ученые ввели понятие интегрированного рынка как антипода состояния фрагментарности.

Новое видение проблемы фрагментарности сформировалось в рамках микроструктурной теории рынка. Состояние фрагментарности определялось степенью консолидации информационных потоков на уровне отдельной торговой системы.

Вопросами микроструктуры торговых площадок и ее участия в процессе ценообразования занимались: Б. Биаис, А. Мадхаван, Ф. Харрис, Дж. Хасбрук, Л. Глостен, П. Милгром, К. Френч, Р. Ролл, М. Пагано, А. Роелл, К. Шнитцрейн, Р. Шварц, Б. Кводри, В. Нанда, Р. Дриди, Д. Изли, М. О'Хара. Связь состояния фрагментарности и трансакционных издержек его участников исследовалась в работах К. Джонса и М. Липсона. В качестве базовой методики оценки уровня интеграции между торговыми системами ими использовался стандартный метод определения взаимовлияния временных рядов цен друг на друга, предложенный К. Грэйнджером.

Интерес к проблеме фрагментарности фондовых рынков в России только начинает развиваться. Одним из первых проблему фрагментарности обозначил и рассмотрел *ЯМ.*Миркин. Учитывая изолированность существования региональных фондовых центров, тенденцию к росту фрагментарности рынка ценных бумаг описал В.В. Булатов. Особенности состояния российского рынка ценных бумаг, включая причины низкой капитализации российских предприятий, рассматривались в трудах Н.И. Берзона.

Работы А.А. Петрова, посвященные изучению природы экономических структур в условиях неравновесных процессов, могут служить базой для рассмотрения структурной природы фрагментарности. Зависимость между поведением участников финансового рынка, сложностью организации финансовой системы и объемом поступающей в нее информации получила научное обоснование в трудах В.Р. Евстигнеева.

Целостный взгляд на процесс ценообразования был представлен в исследованиях СИ. Лушина, В.А. Слепова. Вопросы интеграции фондовых рынков освещаются в трудах А.В. Захарова, Б.Б. Рубцова. Отдельные особенности фрагментарности рынка ценных бумаг рассматриваются в работах Е.В. Семенковой, В.Т. Мусатова, СЮ. Сизова.

Несмотря на большое количество проводимых исследований, вопрос существования фрагментарности в условиях распространения современных информационных технологий, открывающих новые возможности для взаимодействия элементов рынка ценных бумаг, не получил должного освещения. Недостаточно систематизирован опыт отдельных стран по оптимизации структуры рынка ценных бумаг. На устранение имеющихся пробелов в исследовании проблемы фрагментарности и направлена данная диссертация.

**Научная новизна работы**заключается в том, что разработана целостная концепция оптимальной структуры российского рынка ценных бумаг: Усовершенствован понятийный аппарат рынка ценных бумаг:

Научно обосновано понятие оптимальной структуры рынка ценных бумаг, являющегося целостной системой. Введено понятие и дана характеристика фондового центра как подсистемы рынка ценных бумаг;

Даны авторские определения понятий «фрагментарность рынка ценных бумаг», «справедливое ценообразование на рынке ценных бумаг», «структурные барьеры на рынке ценных бумаг» на основе характеристики рынка ценных бумаг как единой и целостной системы;

Выделен устойчивый тип фрагментарности рынка ценных бумаг как совокупности фондовых центров, обособленность которых определена структурными барьерами между ними. Определены формы проявления указанного типа фрагментарности - при концентрации оборотов по отдельным ценным бумагам в нескольких изолированных фондовых центрах; при концентрации оборотов по отдельным ценным бумагам в одном изолированном фондовом центре;

Дана авторская классификация структурных барьеров, возникающих при взаимодействии фондовых центров (технологические, организационные, информационные, финансовые, временные, административно-правовые, регулятивные барьеры). Определены виды фрагментарности рынка ценных бумаг: технологическая, организационная, информационная, временная и пространственная.

Выделены «американский» и «европейский» подходы к оптимизации структуры рынка ценных бумаг на основе решения проблемы фрагментарности. Установлено, что особенности каждого подхода определены различиями форм фрагментарности, присущих практике США и Западной Европы.

Установлено, что преобладающим типом фрагментарности российского рынка ценных бумаг выступает совокупность относительно изолированных фондовых центров, поддерживающих формы и виды фрагментарности, свойственные как фондовому рынку США, так и рынкам ценных бумаг стран Западной Европы.

Выявлена связь между диспропорциями в развитии российского рынка ценных бумаг и фрагментарностью. С использованием модели Грейнджера установлен факт доминирования отдельных торговых систем в ценообразовании на общие группы ценных бумаг, что является общепризнанным критерием фрагментарности рынка.

Предложена концепция оптимальной структуры российского рынка ценных бумаг:

Выделены критерии оптимизации структуры российского рынка ценных  
бумаг;

а Разработаны предложения по устранению барьеров для взаимодействия фондовых центров: создание единой депозитарной и рас четно-клиринговой инфраструктуры, унификация технологической и организационной микроструктуры торговых площадок (единые правила допуска участников и ценных бумаг к торгам, совместимые технологии ввода заявок в торговую систему и распространение биржевой информации); заключение соглашений между торговыми площадками в рамках принятых направлений унификации;

Предложено создание интегрированной торговой системы в составе  
укрупненных за счет региональных фондовых бирж торговых площадок  
ММВБ и РТС, работающих на основе единого программно-технического  
комплекса и объединенных системой межбиржевой торговли, позволяющей  
распределять поступающий поток заявок.

**Практическая значимость диссертации.**

Положения и выводы диссертации ориентированы на использование широким кругом участников на рынке ценных бумаг: органами регулирования рынка ценных бумаг, профессиональными участниками, эмитентами и инвесторами.

Предложенная концепция оптимальной структуры российского рынка ценных бумаг может быть применена для совершенствования действующей практики государственного регулирования и саморегулирования рынка ценных бумаг России, выработки основ долгосрочной государственной политики на фондовом рынке.

В работе выделены схемы ценообразования на ценные бумаги и факторы, обусловливающие справедливое ценообразование. Установлены качественные и

количественные характеристики фрагментарности, определяющие

дополнительные риски работы на российском рынке ценных бумаг. Данные выводы представляют интерес для финансовых компаний и организаторов торговли ценными бумагами.

Основные теоретические положения и практические выводы диссертации могут использоваться в учебном процессе в ВУЗах экономического профиля по дисциплинам "Рынок ценных бумаг", "Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг".

Элементы концепции оптимальной структуры российского рынка ценных бумаг являются открытыми для дополнения и последующего использования в иных направлениях практической деятельности на фондовом рынке. **Апробация**и **внедрение результатов исследования**

Исследование выполнено в рамках научно-исследовательских работ Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации, проводимых в соответствии с комплексной темой «Финансово-экономические основы устойчивого и безопасного развития России в XXI веке».

Результаты исследования прошли апробацию в рамках конкурса научных исследований по теме «Проблемы развития регионального рынка ценных бумаг» на Московской межбанковской валютной бирже.

Выводы и рекомендации диссертации по вопросам оптимизации структуры российского рынка ценных бумаг были использованы в законопроектной деятельности Комитета по кредитным организациям и финансовым рынкам Государственной Думы Федерального собрания РФ, применялись в практической деятельности Финансовой компании «Интерфин трейд» и использовались в учебном процессе на кафедре «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг» Финансовой академии при Правительстве РФ. Факты внедрения результатов работы подтверждены соответствующими справками о внедрении.

Положения концепции оптимальной структуры российского рынка ценных бумаг учитывались при подготовке государственной программы развития российского рынка ценных бумаг Комитетом по кредитным организациям и финансовым рынкам Государственной Думы Федерального собрания РФ. Результатами внедрения рекомендаций диссертации в работу Комитета явилось: углубление представлений о фондовом рынке как сфере государственного регулирования, совершенствование государственной политики на рынке ценных бумаг.

Итогом применения рекомендаций диссертации в ЗАО ФК «Интерфин трейд» стала разработка новых комплексов посреднических услуг, ориентированных на расширение состава клиентов; овышение обоснованности стратегии развития компании на рынке брокерских, дилерских, аналитических услуг, услуг доверительного управления.

Теоретические положения диссертации использовались в преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг и биржевое дело» и «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг» на кафедре «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг» Финансовой академии при Правительстве РФ.

**Источниками информации по проблематике настоящей работы**являлись монографии отечественных и зарубежных исследователей, российские и иностранные периодические печатные издания, базы данных статистической, новостной информации в сети интернет, официальные сайты организаторов торговли, саморегулируемых организаций, российских и зарубежных министерств и ведомств, международных организаций.

**Диссертация состоит из введения, четырех глав, заключения, списка литературы, списка использованных сокращений и приложений.**

В первой главе дается авторская трактовка и научное обоснование понятий «оптимальная структура рынка ценных бумаг», «справедливое ценообразование на рынке ценных бумаг», «фрагментарность рынка ценных бумаг», необходимых при

анализе влияния структурных барьеров на эффективность выполнения рынком ценных бумаг перераспределительной функции. Также вводится понятие фондового центра, выделяется устойчивый тип фрагментарности рынка ценных бумаг, как совокупность слабо связанных между собой фондовых центров, конкретизируются возможные формы проявления данного типа фрагментарности. На основе предложенной автором классификации структурных барьеров формулируются возможные виды фрагментарности.

Вторая глава посвящена анализу подходов к оптимизации структуры рынка ценных бумаг путем решения проблемы фрагментарности на примере стран с развитыми и формирующимися рынками ценных бумаг. Рассматриваются содержание и итоги реализации американской Концепции национального рынка ценных бумаг; формулируются особенности «европейского подхода» к реформированию структуры фондового рынка.

В третьей главе диссертации исследуются особенности фрагментарности российского рынка ценных бумаг. Суммируются принципы территориальной организации фондового рынка России, особенности его сегментации и распределения торговой активности. Выявляются формы и виды фрагментарности на российском рынке ценных бумаг; определяются количественные и качественные характеристики фрагментарности. Осуществляется анализ системы межбиржевых отношений на российском рынке ценных бумаг, в том числе характер и направления конкуренции, арбитражные возможности.

Четвертая глава посвящена построению концепции оптимальной структуры российского рынка ценных бумаг, включая выделение критериев оптимизации, разработку системы мероприятий по устранению барьеров для взаимодействия между фондовыми центрами, обоснование новой организации элементов рынка ценных бумаг.

В заключении подведены итоги проведенного исследования, сформулированы полученные выводы, а также предложения и рекомендации.

## Структура рынка ценных бумаг и ее роль в обеспечении справедливого ценообразования

Основной целью существования рынка ценных бумаг является аккумулирование свободных денежных ресурсов хозяйствующих субъектов и распределение данных ресурсов между хозяйствующими субъектами, имеющими в этом потребность. Фондовый рынок, выполняя функцию перераспределения денежных ресурсов, представляет собой систему экономических отношений по поводу купли-продажи ценных бумаг его участниками.

Экономические отношения включают в себя связи, устанавливающиеся между субъектами экономической деятельности в результате торговли, миграции рабочей силы, движения денежных ресурсов и научно-технической деятельности. Рынок ценных бумаг есть элемент сложившейся системы экономических отношений, который обслуживает производственные отношения в части мобилизации, накопления и распределения денежных ресурсов, предназначенных для расширенного воспроизводства. Участие рынка ценных бумаг в системе производственных отношений выражается через совокупность экономических отношений между инвесторами, эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг по поводу получения дивидендов, других фиксированных доходов, связанных с владением ценной бумагой, финансовых результатов от операций купли-продажи ценных бумаг.

Эффективность перераспределительной функции рынка ценных бумаг повышается, если рыночная цена на ценные бумаги эмитента устанавливается в условиях справедливого ценообразования. Цена, по которой продаются и

приобретаются ценные бумаги, определяет стоимость заимствования и привлечения денежных ресурсов для эмитентов и доходность размещения свободных денежных ресурсов для инвесторов. Повышенный спрос на продукцию компаний свидетельствует о перспективах роста их прибыли, что при прочих равных условиях стимулирует интерес к ценным бумагам этих эмитентов со стороны инвесторов и снижает стоимость заимствования на рынке ценных бумаг для компаний. Интерес к ценным бумагам таких эмитентов отражается на росте курса ценных бумаг на вторичном рынке, что создает условия для приращения вложенных инвесторами средств. Динамика цен на ценные бумаги на вторичном рынке способна как расширять, так и ограничивать возможности предприятий-эмитентов по привлечению инвестиций.

Т.о., вторичный рынок ценных бумаг играет важную роль в привлечении инвестиций в экономику страны. «Одной из основных функций такого рынка является установление курса ценных бумаг, то есть определение такой рыночной цены, которая отражает всю имеющуюся информацию о конкретных ценных бумагах. И чем быстрее устанавливается эта цена, тем эффективнее происходит размещение капитала на фондовом рынке».

Рыночная цена ценной бумаги устанавливается в процессе договоренности между покупателями и продавцами ценных бумаг, которые учитывают рыночную конъюнктуру. В результате, рыночная цена в ряде случаев отличается от номинальной стоимости ресурса, приходящегося на ценную бумагу.7 Важным условием эффективности выполнения фондовым рынком его перераспределительной функции выступает справедливое ценообразование на ценные бумаги эмитентов.

## Концепция национального рынка ценных бумаг США

Американский подход к оптимизации структуры рынка ценных бумаг формировался под влиянием восприятия фондового рынка как главного национального достояния страны, гарантирующего финансирование экономического роста национальной экономики при условии создания благоприятных условий работы на нем для инвесторов.

Проблема фрагментарности рынка ценных бумаг, препятствующая созданию оптимальных условий размещения денежных ресурсов для инвесторов, стала центральной в разработке мероприятий по оптимизации структуры фондового рынка США.70

Под лозунгом борьбы с фрагментарностью была утверждена Концепция национального фондового рынка как программы его развития на долгосрочную перспективу. В 1975 году многочисленные слушания в Конгрессе выразились в принятии поправки к Закону о фондовых биржах 1934 г.,71 положившей начало новой эре развития рынка ценных бумаг в США.

Целью реализации Концепции становилось создание национального рынка ценных бумаг, характеризующегося объединением всех торговых площадок посредством коммуникационных систем и систем обработки данных. Новая структура рынка ценных бумаг улучшала условия работы на нем для инвесторов, усиливала конкуренцию, расширяла объем информации, необходимой для принятия решений брокерами, дилерами и инвесторами, облегчала процесс подбора встречных заявок, способствуя наилучшему их исполнению.

Оптимальные условия размещения денежных ресурсов предполагали возможность осуществления сделок купли-продажи ценных бумаг по справедливой цене. Справедливая цена в рамках Концепции определялась как цена на ценную бумагу, установившуюся при максимальном учете всего имеющегося спроса и предложения.73 Постановка проблемы фрагментарности в американской концепции национального фондового рынка сводилась к отсутствию должного уровня связей между торговыми системами, организующими рынок общих ценных бумаг. «Фрагментарность - это распределение общего потока заявок по конкретной ценной бумаге на исполнение по отдельным фондовым биржам и внебиржевым организаторам торговли без возможности взаимодействия этих заявок друг с другом».74

К моменту создания Концепции рынок ценных бумаг представлял разрозненную систему торговых площадок. Основу организованного рынка составляли Нью-Йоркская фондовая биржа - (New-York stock exchange - NYSE), Американская фондовая биржа - (American stock exchange - AMEX) и пять региональных фондовых бирж: Тихоокеанская фондовая биржа (Pacific stock exchange - PSE), Бостонская фондовая биржа (Boston stock exchange - BSE), Чикагская фондовая биржа (Chicago stock exchange - CHSE), Фондовая биржа Цинцинатти - (Cincinnati stock exchange - CSE), Филадельфийская фондовая биржа (Philadelphia stock exchange - PHSE). Отдельно выделялась Система автоматических котировок дилеров ценных бумаг (National Association of Securities Dealers Automated Quotation - NASDAQ).75 Создание NASDAQ можно рассматривать как шаг в сторону решения проблемы неорганизованности внебиржевого рынка акций. В 1971 году в единую автоматизированную систему торговли были объединены 500 ведущих дилеров внебиржевого рынка. В 1976 году произошло слияние трех клиринговых палат - клиринговой палаты NYSE, АМЕХ и NASDAQ в единую организацию.

Фрагментарность фондового рынка рассматривалась только по отношению к рынку акций, котирующихся на NYSE. Для этого сегмента рынка акций был характерен высокий уровень кросс-листинга (ситуация, когда одни и те же ценные бумаги проходят процедуру листинга на нескольких торговых площадках). В процессе роста масштабов деятельности региональных компаний и выхода их на национальный уровень в обращение на NYSE переходило все большее количество ценных бумаг региональных эмитентов, которые параллельно продолжали торговаться на бирже их первоначального листинга.76 В итоге, доля общих с NYSE ценных бумаг региональных фондовых бирж и АМЕХ доходила на разных биржам до 80-98%.77 Доля ценных бумаг NYSE, зарегистрированных в системе NASDAQ, была незначительна. Длительное время существовало Правило 390, запрещавшее членам NYSE и их аффилированным лицам использовать ценные бумаги, получившие листинг на NYSE, для торговли на внебиржевом рынке.79

## Фрагментарность российского рынка ценных бумаг: количественные и качественные характеристики

Изучение фрагментарности рынка ценных бумаг России предполагает выделение в его составе фондовых центров как мест сосредоточения элементов структуры рынка ценных бумаг вокруг торговых площадок.

Особенности формирования фондовых центров на российском рынке ценных бумаг определяются большим количеством фондовых бирж, характеризующихся непропорциональным участием в общеторговом обороте.

По данным Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) России на начало 2003 г. было зарегистрировано 13 организаторов торговли ценными бумагами. Из них фактически действующими являлись 10 торговых площадок: ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» (ММВБ), НП «Российская торговая система» (РТС), НП «Московская фондовая биржа» (МФБ)153, НП «Сибирская фондовая биржа» (СФБ), НП «Фондовая биржа «Казанский совет фондовой торговли» (КСФТ), НП «Фондовая биржа «Санкт-Петербург» (ФБ «СПб») и 4 региональные валютные биржи, связанные системой договорных отношений с ММВБ:154 ЗАО Санкт-Петербургская валютная биржа (СПВБ), ЗАО «Ростовская валютно-фондовая биржа» (РВФБ), ЗАО «Сибирская межбанковская валютная биржа» (СМВБ), ЗАО «Уральская региональная валютная биржа» (УРВБ).155 Входящие в систему ММВБ ЗАО «Самарская валютная межбанковская биржа», ЗАО «Нижегородская валютно-фондовая биржа», ЗАО «Азиатско-тихоокеанская межбанковская валютная биржа» не оказывают услуг по организации торговли и предоставляют лишь технический доступ к торгам в секциях фондового и валютного рынков ММВБ.

Безусловное первенство в торговле ценными бумагами по итогам 2001 и 2002 гг. принадлежит ММВБ - 80% всего торгового оборота (таблица 3.1).

Благодаря развитию совместного с РТС сегмента биржевого рынка акций, за 2001-2002 гг. доля ФБ «СПб» выросла с 1 до 3%. Доля остальных торговых площадок в общеторговом обороте не превышала 1%. Фактически российский рынок ценных бумаг представлен двумя торговыми площадками - РТС и ММВБ (92% рынка). Позиции же региональных бирж определяются успешностью выстраивания взаимоотношений с ведущими фондовыми биржами.

Пространственное распределение профессиональных участников рынка ценных бумаг по территории России повторяет параметры распределения торговой активности между фондовыми биржами. Основные элементы структуры фондового рынка концентрируются в крупных промышленных и финансовых центрах пяти регионов: Центрального, Северо-западного, Уральского, Сибирского, Приволжского и Южного.159 На них приходится 92% всех некредитных организаций, 86% кредитных организаций, имеющих лицензию на осуществление брокерско-дилерской деятельности.

По количеству зарегистрированных на территории профессиональных участников лидирующие позиции занимает Центральный регион (Таблица 3.2). Ему принадлежит 51% всех небанковских инвестиционных компаний и 47% кредитных организаций, имеющих лицензию на осуществление брокерско-дилерской деятельности. Из них в столице сосредоточено 96%. На долю всего Северо-западного региона приходится 9% инвестиционных компаний и 5% банков, имеющих лицензию на осуществление брокерско-дилерской деятельности (уровень концентрации в Северной столице - 88%).