Ефременко Иннесса Николаевна. Специфика биржевого рынка финансовых инструментов (На примере торговой системы ММВБ и региональных валютно-фондовых бирж) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Ростов н/Д, 2002 189 c. РГБ ОД, 61:03-8/389-1

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Методологические основы функционирования биржевого рынка

финансовых инструментов 12

1.1. Становление и функционирование биржевого рынка: методологические аспекты 12

1.2. Этапы развития современного биржевого рынка финансовых инструментов в Российской Федерации 28

1.3. Принципы организации и структура биржевого рынка финансовых инструментов 53

Глава 2. Особенности современного состояния биржевого рынка финансовых инструментов (на примере системы ММВБ и региональных валютно-фондовых бирж) 73

2.1. Современный механизм организации биржевой торговли финансовыми инструментами 73

2.2. Нормативно-правовое регулирование современного биржевого рынка финансовых инструментов 83

2.3. Обеспечение безопасности электронной биржевой торговли финансовыми

инструментами 99

Глава 3. Направления развития современного биржевого рынка финансовых инструментов 114

3.1. Повышение роли региональных валютно-фондовых бирж в формировании единого информационного и финансового пространства России и СНГ 114

3.2. Основные направления развития информационной инфраструктуры биржевого рынка в регионе 131

Заключение 159

Библиография 166

Приложения 179

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Глобализация рынков, ранее бывшая лишь идеей, постепенно становится реальностью. Технологии электронной торговли финансовыми инструментами1, в частности через Интернет, заставляют пересматривать традиционные концепции функционирования и развития финансового рынка. Формируется новая, более гибкая законодательная среда, а изменение структуры инвесторов приводит к новым моделям развития бизнеса и рынка в целом. Новые биржевые технологии и принципы организации торгов требуют разработки иных инструментов и правил. Резко ускорился процесс создания новых торговых площадок, альтернативных торговых систем, возросла конкуренция между ними. Эволюция валютно-фондовых бирж сегодня проявляется среди прочего и в расширении ассортимента предлагаемых ими услуг - от возможности совершения сделок при помощи Интернета до всестороннего финансово-экономического анализа деятельности предприятий.

Исследовательская гипотеза автора заключается в предположении, что происходящие в современном мире процессы глобализации не проходят бесследно для отечественного рынка, обусловливая особенность его трансформации в соответствии с общемировыми тенденциями. Основными факторами, влияющими на биржевой рынок, являются: трансформация его структуры под воздействием современных технологий, переориентация инфраструктуры на частного инвестора, нарастание конкуренции между традиционными и высокотехнологичными торговыми системами. Новые конкурентные условия, складывающиеся на финансовом рынке, требуют от участников и организаторов торгов новых конкурентных стратегий.

Степень разработанности проблемы. Вопросы организации и функционирования биржевого рынка финансовых инструментов в современных условиях традиционно исследуется зарубежными учеными. Для современной отечественной теории финансов и кредита эти проблемы относительно новы. Однако в последнее время появился ряд глубоких отечественных исследований по данной проблеме:

признанными зарубежными авторитетами, заложившими традиции анализа институциональных основ биржевого рынка, являются: Гильфердинг Р., Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж.В., Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. и

др.

наибольший вклад в исследование сущности и механизма биржевой деятельности, взаимоотношений государства и биржи, роли финансовых рынков в развитии экономики внесли такие отечественные ученые как: Филиппов Ю.Д., Кузнецова Е.В., Штиллих О.С, Андреев СБ., Маневич В.Г. и др.;

анализу проблем становления и развития биржевого рынка в современной России посвящены труды Гаврилова В.В., Вороновой Н.С., Есипова В.Е., МиркинаЯ.М.;

изучению проблем роли информации в экономической жизни общества посвящены работы Кондратьева Н.Д., Попова Г.Х., Фаминского И.П., Григорьева Л.М. и др.

Тем не менее, недостаточная разработанность ряда концептуальных и прикладных аспектов становления и развития биржевого рынка финансовых инструментов в современной России, а также сравнительная ограниченность эмпирического материала, характеризующего эффективную модель функционирования отечественного биржевого рынка в условиях транзитивной экономики, обусловили выбор темы, объекта и предмета, постановку цели и задач данного исследования.

Объект и предмет исследования. В качестве объекта диссертационного исследования был избран формирующийся в России биржевой рынок финансовых инструментов, его структура, механизмы регулирования и контроля.

Предметом исследования выступают экономические отношения организаторов торгов финансовыми инструментами и их клиентов (эмитентов, инвесторов, профессиональных участников финансового рынка), а также взаимодействие их с регулирующими органами в современных условиях.

Цель исследования. Цель данной работы заключается в том, чтобы на основе применения методологии системного анализа определить специфику российского биржевого рынка финансовых инструментов в условиях транзитивной экономики и перспективные направления его развития.

Суть авторской концепции состоит в следующем: в каждой стране национальному биржевому рынку финансовых инструментов присущи определенные особенности его организации функционирования и развития, причем в странах с развитой рыночной экономикой эти различия минимальны, в странах же, где рынки находятся в стадии формирования, специфика значительна. Механизм функционирования каждого сегмента биржевого рынка финансовых инструментов (валютного, фондового, рынка производных финансовых инструментов), а также деятельность его участников (профучастников, частных и институциональных инвесторов, эмитентов) в странах с формирующимися рыночными отношениями имеет ярко выраженные особенности. Выявление этих специфических черт позволяет определить основные направления становления и развития рынка, обосновать принципы его организации и структуру, а также спрогнозировать степень его воздействия на экономику в целом. Проблема исследования специфики развития отечественного биржевого рынка слабо изучена в силу того, что он не вышел на траекторию устойчивого развития. В то же время отмеченный недавно десятилетний юбилей реформ в нашей стране, пережитые мировой и внутрироссийский финансовые кризисы уже во многом позволяют разграничить известное о становлении отечественного биржевого рынка от неизвестного, что позволяет определить круг задач, необходимых для изучения поставленной проблемы и достижения указанной цели.

В процессе исследования были поставлены и решены конкретные задачи:

уточнить содержание понятий "биржевой рынок", "внебиржевой рынок" и "валютно-фондовая биржа, учитывая особенности российского биржевого рынка финансовых инструментов";

проанализировать своеобразие основных этапов (ступеней) исторической эволюции биржевого рынка финансовых инструментов России;

уточнить, с учетом специфики внедрения современных технологий, основные принципы организации биржевого рынка, раскрыть их содержание и формы реализации в системе межрегиональной биржевой торговли финансовыми инструментами;

выделить и охарактеризовать основные элементы структуры межрегиональной биржевой торговли финансовыми инструментами;

выявить особенности современного состояния российского биржевого рынка финансовых инструментов;

конкретизировать особенности деятельности региональной валютно-фондовой биржи и ее роль в развитии экономики субъектов федерации;

оценить эффективность правовой регламентации современного процесса организации биржевой торговли финансовыми инструментами;

выявить направления повышения уровня безопасности электронной биржевой торговли;

определить основные направления становления и развития биржевого рынка финансовых инструментов в регионе.

Методологическая основа диссертационного исследования представлена комплексом фундаментальных методов научного познания, в частности принципами системного анализа, конкретного историзма, единство качественного и количественного анализа, индукции и дедукции, взаимосвязи экономической теории, политики и практики. В процессе обоснования теоретических положений, выводов и рекомендаций соискателем использовался инструментарий структурно-функционального, субъектно-объектного, статистического и социологического методов познания. Теоретическое осмысление проблем формирования российского биржевого рынка в условиях транзитивной экономики базируется на использовании в рамках авторской позиции концептуальных положений различных научных школ и направлений экономической мысли, а также обобщении теоретических разработок и эмпирических материалов по избранной проблеме. Системное применение общенаучных и частных методов исследования обеспечивает достаточный уровень надежности полученных соискателем научных результатов.

Информационно-статистической базой служат статистические материалы, изданные органами государственной статистики Российской Федерации и Ростовской области, информационно-аналитические материалы Банка России, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, Московской межбанковской валютной биржи, а также информация, публикуемая в научных изданиях, периодической печати, на сайтах информационных агентств в Интернет. Исследованием охвачены отчетные материалы региональных бирж России (Ростовской, Сибирской, Нижегородской валютно-фондовых бирж и ДР-). Положения, выносимые на защиту:

принцип социально-экономической значимости организации биржевого рынка обязывает организаторов торгов к тому, чтобы нормативно-правовая база, технологии, институты и финансовые потоки работали не только в интересах профучастников, но и непременно способствовали бы решению макроэкономических задач, имеющих приоритетное значение для общества;

анализ функциональной структуры биржевого рынка позволяет определить

состояние отдельных подсистем рынка, наличие диспропорций в их развитии и на этой основе выработать комплекс мер (дальнейшее совершенствование технической базы общенационального рынка, расширение спектра торгуемых финансовых инструментов, развитие инфраструктуры в регионах), которые позволяют устранить несоответствия между финансовыми инструментами, способами их размещения и обращения на рынке, интересами его участников;

экономический потенциал биржевого рынка финансовых инструментов не возникает одномоментно как результат административно-правовых актов и организационных мероприятий, а постепенно складывается как комплекс рыночных возможностей, конкурентных преимуществ, средств и источников развития валютно-фондовых бирж. Формирование экономического потенциала биржевого рынка предполагает осуществление комплекса согласованных организационно-хозяйственных преобразований, которые выражаются в выработке программы поддержки и мониторинга финансового рынка, проводимой организаторами биржевой торговли при активной поддержке регулирующих органов;

внедрение новых технологий в процесс функционирования финансового рынка обостряет конкуренцию между биржами, организованными внебиржевыми и альтернативными торговыми системами, создавая условия осуществления по сути технологической революции. Этот процесс заставляет биржи ставить перед собой следующие задачи: сохранение занимаемой рыночной ниши, путем разработки систем оптимизации рисков (технического и нетехнического характера); расширение спектра предлагаемых биржевых услуг (в т.ч. информационных); постоянная модернизация систем технической и коммуникационной баз для поддержания конкурентоспособного уровня развития информационной инфраструктуры;

интеграцию региональных рынков в общенациональный правомерно рассматривать как качественно новую ступень становления организованного рынка, достижение которой создает необходимые предпосылки для формирования единого информационного и финансового пространства СНГ. Это позволит в значительной мере нейтрализовать негативные последствия глобализации, сохранить естественную внутреннюю среду того или иного региона, трансформировать региональную специфику в конкурентное преимущество. Научная новизна диссертационного исследования состоит в осуществлении автором системного подхода к анализу процесса становления и развития общенационального биржевого рынка финансовых инструментов в условиях переходной экономики России, основанного на раскрытии сущности, обосновании элементной структуры этого процесса. Научная новизна результатов исследования заключается в следующем:

уточнено содержание понятия «валютно-фондовая биржа» как элемента рыночной инфраструктуры, которое проявляется в согласованности уровня развития биржевого рынка финансовых инструментов с уровнем развития информационной инфраструктуры, что приводит к формированию организационной структуры биржи как современной, высокотехнологичной, универсальной, частично или полностью электронной торговой площадки, основополагающей целью которой является создание наилучших условий для осуществления биржевой торговли широким кругом финансовых инструментов на основе внедрения новых технологий;

конкретизирован вклад основных этапов (ступеней) исторической эволюции биржевого рынка финансовых инструментов в формирование его функциональной структуры: результатом первого этапа является появление и формирование валютно-фондовой торговли как особой отрасли экономики, результатом второго - объединение семи крупных финансово-промышленных центров в единое информационной и финансовое пространство, в посткризисный период наблюдается восстановление биржевой торговли и устранение деформаций предыдущих этапов и наконец третий этап характеризуется выходом финансовых институтов за пределы общероссийского рынка и выработкой единых организационно технологических принципов биржевой торговли в рамках СНГ;

выявлены диспропорции в развитии биржевого рынка финансовых инструментов и установлена взаимосвязь элементов его функциональной структуры: чем более развиты подсистемы биржевого рынка (финансовые инструменты, инвестиционные ресурсы, цены и финансовые регуляторы, инфраструктура рынка, нормативно-правовая база, информационно-аналитическое, программно-техническое обеспечение, региональная политика), тем более полно используется его экономический потенциал;

определены приоритетные направления и предложен ряд рекомендаций для разработки программы поддержки и мониторинга финансового рынка в регионе, предусматривающие: создание благоприятной информационной среды и развитие региональной технологической базы финансового рынка в регионе; развитие новых видов бизнеса и электронной коммерции; совершенствование нормативно-правовой базы и инструктивно-методологических документов; вывод региональных предприятий-эмитентов и привлечение средств частных и институциональных инвесторов на организованный рынок; развитие региональной системы повышения финансовой грамотности населения.

Практическая значимость работы определяется возможностями использования ее результатов при оптимизации структуры информационных продуктов, предлагаемых Ростовской валютно-фондовой биржей и другими региональными биржами России, с целью расширения спектра предлагаемых услуг и увеличения конкурентоспособности информационной инфраструктуры. Некоторые концептуальные положения данного исследования были включены в Программу сотрудничества в области развития финансовых рынков

Администрации Южного федерального округа, Московской межбанковской валютной биржи и Ростовской валютно-фондовой биржи, в разработке которой автор принял непосредственное участие.

Апробация результатов работы. Основные положения, теоретические обобщения и выводы диссертационного исследования использовались автором в период его работы на Ростовской валютно-фондовой бирже в Отделе развития биржевых операций и информации. Отдельные положения диссертационного исследования докладывались на трех научно-практических конференциях в г. Ростове-на-Дону (1998-2001гг.), публиковались в ученых записках Финансового института РГЭУ "РИНХ" (2000г.). Основные результаты диссертационного исследования опубликованы в 9 работах. Общий объем указанных работ 1,8 печатных листа.

Структура работы: логическая структура работы определяется последовательностью решения исследовательских задач и состоит из введения, 3 глав (8 разделов), заключения, библиографии, включающей 173 источника и приложений. Диссертационное исследование содержит 4 таблицы, 8 рисунков и 4 схемы.

class1 **Методологические основы функционирования биржевого рынка**

**финансовых инструментов** class1

## Становление и функционирование биржевого рынка: методологические аспекты

Инфраструктура финансового рынка сложна и многообразна. Важной её составляющей является биржевой рынок финансовых инструментов. На данном этапе этот биржевой рынок в России в большой степени уже сформирован: есть торговые биржевые и внебиржевые системы, эмитенты ценных бумаг, многочисленные инвестиционное компании и банки, а также государственные и муниципальные образования, есть и инвесторы, заинтересованные в наилучшем для себя размещении средств. Очевидным становится необходимость существования структур, которые позволяли бы с обоюдной выгодой для себя, безопасностью и удобством проводить операции с финансовыми инструментами. Учитывая специфику рынка необходимо и наличие организаций, профессионально работающих на нём в качестве посредников (инвестиционные компании и банки). Важной составляющей биржевого рынка финансовых инструментов является также и функционирование структур, непосредственно осуществляющих организацию торговли финансовыми инструментами (структуры биржевой и внебиржевой торговли ценными бумагами, валютой и производными финансовыми инструментами).

Главная задача настоящей главы заключается в определении закономерностей возникновения биржевого рынка финансовых инструментов, а также основных направлений его формирования и развития как целостного образования (системы). Решение задачи может оказаться плодотворным лишь как обобщение результатов реального процесса становления и направлений последующей эволюции биржевого рынка в целом применительно к условиям современной экономики.

Историей методологии биржевого дела занимались многие крупные экономисты и ученые и на станицах книг можно встретить большое разнообразие определений, даваемых слову "биржа".

Русский исследователь Филлипов Ю.Д., изучающий биржи начала ХІХв., в своих работах приводит следующее определение: "Биржа - это особая исторически сложившаяся форма рынка, получающая свое выражение в регулярных, приуроченных к определенному месту собраниях в соответствующей постоянной организации - рынка, на котором торг, осуществляемый путем заключения подчиняющихся определенным правилам сделок, сосредотачивается на массовых ценностях с признаком заменимости и регулирование цены возводится на степень самостоятельной работы"2.

## Современный механизм организации биржевой торговли финансовыми инструментами

ММВБ с момента своего создания строила стратегию своего развития с учетом реальностей современной эпохи. Одна из главных реальностей -беспрецедентное по масштабам и динамике развитие информационных технологий. В том, что за достаточно короткий срок своего существования ММВБ превратилась в крупнейший финансовый институт России, немалую роль сыграла изначальная установка на становление биржи, как современной, полностью электронной торговой площадки. Сформулировав таким образом основы своей стратегии, ММВБ во многом опередила мировые тенденции развития и заложила прочный фундамент своего успеха.

К настоящему времени на ММВБ создана техническая и технологическая основа любого биржевого рынка. Участниками рынка ММВБ стали крупнейшие финансовые институты России. Гибкая и современная структура программно-технического комплекса, наличие квалифицированного технического персонала позволяет в кратчайшие сроки реализовать любой режим торгов на всех секторах финансового рынка (фондовом, валютном, срочном), а также открывать новые рынки.

Торговая система ММВБ начала создаваться в 1993-1994 г.г., внедрена она в конце марта 1994г. Торговая система обеспечивает проведение полностью автоматизированных торгов в режиме реального времени по различным финансовым инструментам и по самым различным правилам. В настоящее время на базе системы функционируют рынки государственных и негосударственных ценных бумаг и биржевой валютный рынок. Система поддерживает следующие способы торгов:

- непрерывный встречный аукцион с обеспечением анонимности участников торгов;

- дискретный встречный аукцион с обеспечением анонимности участников торгов;

- дискретный встречный аукцион по заранее заданной фиксированной цене с обеспечение анонимности участников торгов;

- односторонний встречный аукцион с обеспечением анонимности участников аукциона и предоставлением организатору аукциона сводной информации для принятия решения;

- режим проведения прямых переговоров и заключение переговорных сделок с обеспечением общей информационной доски и без нее, с поддержкой твердых котировок и без таковых35.

В ходе торгов обеспечивается отслеживание в режиме реального времени текущих позиций каждого участника торгов по денежным средствам и торгуемым активам. Отслеживание позиций по торгуемым инструментам обеспечивается до уровня индивидуального инвестора - клиента участника торгов. Для принятия решения участники торгов снабжаются в режиме реального времени широким спектром информации о ходе торгов (общерыночная информация, текущие котировки, собственные заявки и сделки, позиции по денежным средствам и торгуемым инструментам и др.). Система осуществляет расчет обязательств участников по результатам торгов и во взаимодействии с Системой электронных расчетов расчетной палаты ММВБ, Системой головного депозитария Национального депозитарного центра, расчетными банками (на валютном рынке) и расчетными системами региональных торговых центров, обеспечивает отслеживание поставки против платежа. Информация о ходе торгов в режиме реального времени передается для распространения в электронные системы информационных агентств и распространяется в сети Интернет через Web-сервер ММВБ.

## Повышение роли региональных валютно-фондовых бирж в формировании единого информационного и финансового пространства России и СНГ

Инвестиционные аналитики справедливо утверждают, что "мир движется по пути экономической и финансовой интеграции. Один из важнейших уроков последних десятилетий состоит в том, что страны теперь достигают экономического и финансового благополучия не в одиночку, а целыми регионами"55.

Проблема интеграции финансового рынка России связана с особенностями различных моделей эволюции региональных рынков. Как показывает практика, последние могут развиваться как замкнутые самодостаточные системы либо как звенья (подсистемы) общенационального рынка. Опыт биржевой торговли последних лет убедительно доказывает, что замкнутый, изолированный от торговой системы национального значения региональный рынок низколиквиден и не имеет будущего. Эмиссионно-инвестиционный потенциал локальных торговых систем быстро исчерпывается в виду их сравнительно невысокой конкурентоспособности. Одним из широко распространенных способов преодоления ограниченных возможностей локального рынка является поставка местными профучастниками крупных пакетов акций местных эмитентов столичным банкам и компаниям, предлагающим более выгодные ценовые условия сделок и более эффективные схемы расчетов. В результате массового оттока региональных бумаг в финансовый центр страны в регионах снижается деловая активность, стагмирует инфраструктура.

По-иному складывается ситуация, когда финансовый рынок региона поддерживает устойчивые связи с общенациональным, развивается как его органическая составная часть. В этом случае региональные участники (эмитенты, инвесторы, посредники) имеют лучшие стартовые возможности и перспективы, их деятельность на финансовом рынке приобретает более устойчивый и эффективный характер: повышается инвестиционная привлекательность местных предприятий, в регион привлекаются ресурсы из других финансово-промышленных центров, растут биржевые обороты и доходы участников. Стратегические социально-экономические интересы страны и регионов могут быть реализованы лишь при условии внедрения модели эффективно функционирующего рынка, для которого характерны такие черты как открытость, информационная прозрачность, доступность широкому кругу участников, высокая технологичность, универсальность.

Перспективы преодоления кризиса во многом будут зависеть от того, в какие сроки и в какой степени удастся преодолеть изолированность региональных рынков, будет ли в ближайшей перспективе приведен в действие механизм интеграции последних в общенациональный рынок.

Под интеграцией в данном случае понимается процесс объединения региональных рынков в единое информационное и финансовое пространство страны. Преодоление изолированности и замкнутости рынков регионов, превращение их в звенья единой системы биржевой торговли широким кругом инструментов обеспечивается внедрением в практику унифицированных программных средств и технического оборудования, единых правил и стандартов организации торгового, депозитарного и расчетного обслуживания участников торгов. Благодаря формированию разветвленной рыночной инфраструктуры между центром и регионами устанавливаются прямые связи выравниваются условия работы профучастников вне зависимости от их места нахождения, повышается роль фондового рынка в распределении инвестиционных капиталов по сферам экономики и территориям.

Становление ликвидных региональных рынков и эффективная интеграция их в общенациональный, на наш взгляд, предполагает формирование в двух встречных направлениях: "сверху вниз" и "снизу вверх".

Развитие "сверху вниз" обеспечивается продвижением в регионы апробированных на национальном уровне современных биржевых технологий и стандартов с целью расширения круга профессиональных участников рынка, мобилизации сбережений и временно свободных средств и трансформации их в инвестиционный капитал. Движение "снизу вверх" достигается активизацией эмиссионно-инвестиционной деятельности в регионах и выведением бумаг региональных эмитентов на общероссийский фондовый рынок.

Сочетание указанных двух векторов выражает объективную необходимость перехода от разобщенности локальных рынков к построению интегрированной двухуровневой системы биржевой торговли.

Необходимо отметить, что на региональном уровне торговые площадки должны сформировать основу для концентрации инвестиций в территориях и своей деятельностью стимулировать последующие эмиссии ценных бумаг местными эмитентами. На национальном уровне биржевая торговля призвана обеспечить межрегиональную миграцию инвестиционного капитала из относительно капиталоизбыточных регионов в регионы, испытывающие наиболее острый дефицит средств для инвестиционных целей.