**Фондовые биржи и их функции**

Курсовая работа студента института Кредита группы К-1-1 Матюшина Сергея Викторовича

Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации

Кафедра экономической теории

Москва, 1993 г.

**Введение**

**Рынок ценных бумаг. Фиктивный капитал**

Выпущенные акционерными обществами акции и облигации поступают в обращение, образуя рынок ценных бумаг. О масштабах этого рынка говорит тот факт, что сегодня в капиталистических странах стоимость всех акций и облигаций, находящихся в обращении, превышает годовой объем их валового национального продукта. Большая часть ценных бумаг реализуется через специально созданный институт - фондовую биржу (ценные бумаги иногда называют фондами).

Акционерный капитал живет как бы двойной жизнью, имея две формы существования. С одной стороны, это действительный капитал, реально функционирующий в системе общественного воспроизводства. С другой капитал, представленный в форме ценных бумаг. Капитал, инвестированный в ценные бумаги, существует как бы в особой системе координат, и его динамика непосредственно определяется состоянием, конъюнктурой рынка ценных бумаг, далеко не всегда адекватно отражающей реальные экономические процессы.

Именно этот двойник реального капитала, называемый фиктивным капиталом и имеющий особое движение вне кругооборота действительного капитала, как специфический товар и обращается на фондовой бирже.

Категория фиктивного капитала отражает дальнейшее развитие капитализма, и по мере монополизации производства ее значение возрастает. Источник доходов по фиктивному капиталу полностью скрыт. Создается представление, что ценные бумаги обладают способностью приносить доход сами по себе. Особенно это проявляется в облигациях государственных займов, когда государство непроизводительно растрачивает полученные средства. Эта форма фиктивного капитала не только не имеет стоимости, но часто и не представляет никакого реального капитала: ведь проценты по облигациям выплачиваются в основном за счет налогов.

В настоящее время, в связи со значительным развитием государственного сектора в экономике и увеличением размеров государственного долга, рынок ценных бумаг все больше заполняется ценными бумагами, выпускаемыми правительствами. В особенности это заметно в тех странах, где фондовые биржи напрямую контролируются правительствами и активно используются для рефинансирования государственного бюджета, например, Италия, в меньшей степени Германия (подробнее структура и соотношение удельного веса акций и облигаций на фондовых рынках отдельных стран будет рассмотрена в последующих главах). Сращивание монополий и государства проявляется в их совместных операциях с фиктивным капиталом. Государство все чаще выступает на рынке ценных бумаг как должник, кредитор и гарант осуществляемых операций. В эпоху, когда инфляция, прежде всего в результате растущих дефицитов государственного бюджета, приобретает широкий размах, связь фиктивного капитала с государством усугубляет инфляционные процессы, и все больший контроль государства над операциями с фиктивным капиталом для покрытия бюджетного дефицита может привести к возникновению кризисных ситуаций.

**Фондовая биржа**

Как уже упоминалось, большая часть ценных бумаг реализуется через специально созданный институт - фондовую биржу.

Во главе биржи находится Биржевой комитет, который допускает к продаже ценные бумаги после их проверки и определяет правила торговли ими. Непосредственно все операции на бирже совершают особые посредники - маклеры или брокеры, которые специализируются на определенных операциях, располагают информацией о заключаемых сделках, курсах акций и т.п. По уставу фондовых бирж посредники обычно не имеют права совершать собственные сделки, но на деле это правило редко соблюдается. В некоторых странах биржевые посредники являются государственными чиновниками (например, во Франции), в других - представителями частных фирм (например, в США, Великобритании).

Размеры обращения ценных бумаг, а также интенсивность этого процесса в настоящее время характеризуется, например, тем, что в США и Японии рыночная цена акций, котирующихся на фондовых биржах этих стран, превышает 5 трлн. долл., т.е. около 80% акций (по стоимости) за год меняют своих владельцев. Необходимо иметь в виду, что биржа - это не весь рынок ценных бумаг, помимо нее осуществляется огромный внебиржевой оборот. Так, в США в 1991 г. через внебиржевой оборот прошло более 25% (по стоимости) находящихся в продаже ценных бумаг.

Крупнейшими фондовыми биржами капиталистических стран являются биржи в Нью-Йорке (крупнейшие в мире; здесь продается 85-90% всех ценных бумаг США), Лондоне, Токио, Париже и др. В каждой стране обычно имеется своя фондовая биржа (в США их 10). Число фондовых бирж постоянно увеличивается, но главные из них по-прежнему расположены в центрах, где сосредоточен финансовый капитал.

Размеры рынка ценных бумаг отражают его роль в движении капиталов. Эта роль столь значительна, что не будет преувеличением сказать: без понимания механизмов обращения ценных бумаг невозможно проникнуть в сущность и многие процессы современного капиталистического воспроизводства.

Рынок ценных бумаг представляет собой систему, обладающую достаточно сложной, разветвленной структурой. Классификация этого рынка может быть осуществлена по различным признакам. Прежде всего следует выделить сегменты рынка в соответствии с конкретными видами ценных бумаг, находящихся в обращении. В этом отношении выделяются рынки облигаций, акций, а также ряда новых специальных видов ценных бумаг, к которым относятся конвертируемые акции, варранты, фьючерсы и опционы. Несколько слов об этих новых типах ценных бумаг.

Финансовые фьючерсы представляют собой стандартные срочные контракты, заключаемые между продавцом (эмитентом) и покупателем, на осуществление купли-продажи определенного финансового инструмента по заранее зафиксированным ценам в будущем. Поскольку сделки заключаются на бирже, то она дает гарантию их исполнения.

Опционы представляют также срочные контракты на определенный товар или финансовый инструмент, отличающиеся от фьючерсов тем, что они предусматривают право, а не обязанность на проведение той или иной операции, которым пользуется покупатель опциона. Операции с опционами проводятся на тех же биржах, что и сделки со срочными фьючерсными контрактами, хотя существуют и специальные биржи для опционов (например, уже упоминавшаяся Чикагская биржа опционов).

Одной из разновидностей опционов являются варранты, дающие их держателям право на приобретение тех или иных фондовых ценностей. Их отличает от опционов более продолжительный срок и тот факт, что опцион обычно выписывается на существующий актив, в то время как выполнение продавцом варранта обязательства продать, например, акции (наиболее распространенный вид варрантов) приводит к созданию нового акционерного капитала.

Рынок ценных бумаг подразделяется также на первичный рынок, на котором происходит мобилизация капитала посредством продажи новых ценных бумаг, и вторичный, на котором обращаются ранее выпущенные ценные бумаги. Наконец, совокупный рынок ценных бумаг по форме организации оборота состоит из биржевых и внебиржевых операций с ценными бумагами.

**Операции фондовой биржи**

Фондовая биржа представляет собой наиболее организованную часть рынка ценных бумаг. Для нее характерны унифицированные правила проведения операций с ценными бумагами. По своему правовому статусу фондовые биржи могут являться ассоциациями (США), акционерными обществами (Великобритания, Япония) или правительственными органами, подчиненными министерству финансов (Франция). Членами биржи могут быть только специализированные на операциях с ценными бумагами биржевые (брокерские) фирмы. Ключевые позиции на крупнейших фондовых биржах обычно занимает 10-15 ведущих брокеров, каждый из которых обладает огромным собственным капиталом.

Для корпорации добиться права котировки своих акций на фондовой бирже весьма непросто. Принятие акций корпорации к котировке на Нью-

Йоркской фондовой бирже, например, означает ее вступление в "высшее общество" американского бизнеса (условия принятия акций для котировки на Нью-Йоркской фондовой бирже будут рассмотрены подробно в следующей главе). Такого права добиваются лишь корпорации с первоклассной репутацией, имеющие большое число акционеров и рыночную стоимость акций, измеряемую, по крайней мере, сотнями миллионов долларов. Почетные места в числе таких элитных фирм занимают сверхкорпорации типа IBM, суммарная стоимость акций которой превышает 100 млрд. долл., или AT&T с ее почти 2 млн. акционеров.

Большая часть совершаемых на фондовой бирже операций имеет непроизводительный характер: по своему содержанию они представляют лишь перемещение стоимости (или титула стоимости) из одних рук в другие. Существует лишь одна операция фондовой биржи, которую можно рассматривать как производительную - это размещение новых ценных бумаг. В тех случаях, когда государство размещает заем или когда создается новое акционерное общество, обычно происходит инвестирование капитала, прямо или косвенно создаются стимулы для расширения сферы производства. Подобные операции влекут за собой также и усиление процессов концентрации и централизации капитала.

За день на крупнейших фондовых биржах мира осуществляются операции с десятками миллионов акций. Основными видами биржевых операций являются непосредственная купля и продажа акций, а также заключение срочных сделок. Как и любой другой рынок, биржа не только опосредует обращение капиталов, инвестированных в ценные бумаги, но является одновременно и ареной спекулятивных махинаций. Значительная часть биржевых операций ориентирована на получение спекулятивной прибыли в связи с использованием постоянных колебаний рыночных цен (курсов) ценных бумаг. Биржевая спекулятивная игра может осуществляться как в расчете на повышение курса акций (игроков, придерживающихся такой стратегии, называют быками), так и в надежде на падение курса (их называют медведями).

При осуществлении спекулятивных сделок принимается во внимание не только прибыль, но и степень риска. Все совершаемые на фондовой бирже сделки можно разделить на три группы: сделки с полной гарантией; нормально-спекулятивные сделки; сверхспекулятивные сделки, риск по которым невозможно учесть.

К первой группе относятся операции с ценными бумагами государства, ТНК; ко второй - с акциями и облигациями промышленных фирм, банков и т.п.; к третьей - с новыми эмиссиями ценных бумаг малоизученных компаний, впервые попавших в биржевой оборот. Естественно, что риск может быть чреват разными последствиями.

Однако было бы неправильно сводить к спекуляции всю деятельность биржи, уподобляя ее гигантскому игорному дому. Это не так, ибо биржа играет конструктивную роль в системе капиталистического производства, придавая необходимые динамизм и гибкость инвестиционному процессу.

На фондовой бирже широко распространены срочные сделки. Под этим видом биржевых операций подразумевается заключение сделки, дающей право приобрести в течение оговоренного срока определенное количество акций по курсу, установившемуся в момент заключения сделки, или обязывающей совершить эту покупку. Понятно, что покупатель ценных бумаг выигрывает в том случае, если в течение срока до покупки акций происходит возрастание их курса.

Помимо унифицированных услуг по операциям с ценными бумагами, фондовые биржи играют сегодня важную информационную роль, снабжая держателей и потенциальных покупателей акций как оперативной информацией (индексы Джоу-Джонса, СП/300 и СП/500), так и подробными аналитическими отчетами, содержащими также и прогноз конъюнктуры рынка ценных бумаг. Однако, несмотря на доступность информации и широкий спектр предоставляемых консультационных услуг, предсказать динамику текущих рыночных цен (курсов) конкретных корпораций оказывается чрезвычайно трудно: слишком велико число факторов, в том числе и внеэкономического порядка, оказывающих на них свое влияние.

Сущность всех проводимых на фондовой бирже операций была подытожена Ф. Энгельсом: "Биржа - это учреждение, в котором буржуа эксплуатируют не рабочих, а друг друга", т.е. в ходе биржевых операций прибавочная стоимость, созданная в сфере материального производства, лишь перераспределяется между владельцами ценных бумаг.

В последующих главах я остановлюсь на рассмотрении текущего состояния, функционирования и особенностей развития фондовых бирж двух крупнейших мировых финансовых центров: США и Западной Европы.

**Глава 1 - Биржевая система США**

Основным звеном биржевой системы США является Нью-Йоркская фондовая биржа. Однако главенствующие позиции этой биржи не делают американский фондовый рынок моноцентрическим по типу организации. Заметное место на нем занимают вторая по величине биржа, тоже расположенная в Нью-Йорке, - Американская фондовая биржа, региональные биржи и в последнее десятилетие - Чикагская биржа опционов. Роль отдельных звеньев биржевой системы в фондовых операциях характеризуют данные таблицы 1.

Нью-Йоркская фондовая биржа ведет свою историю с 1792 г. и по форме организации является корпорацией, находящейся в собственности ее членов. Работой Нью-Йоркской фондовой биржи руководит избираемый ее членами совет директоров. Число членов биржи с 1988 г. не изменялось и составляет 1469 человек. Ежегодно несколько десятков мест меняют своих владельцев, но в целом контингент членов Нью-Йоркской фондовой биржи характеризуется высокой стабильностью, что делает эту биржу одним из наиболее элитных институтов современной Америки.

Ведущую роль на бирже играют две категории членов Нью-Йоркской фондовой биржи: брокеры и так называемые специалисты. Последние составляют меньшинство (в середине 1992 г. их было 412 человек) членов Нью-Йоркской фондовой биржи, но они долгое время были доминирующей группой биржевиков, причем их влияние остается исключительно большим и поныне. Сила специалистов коренится в том, что они монополизировали непосредственное заключение сделок - брокеры не имеют права вести операции за свой счет и только доставляют специалистам поручения клиентов на куплю-продажу акций. Конкуренции между специалистами нет, и каждый из них ведет операции по строго определенным выпускам ценных бумаг. Специалист ведет операции за свой счет и не имеет права торговать непосредственно с клиентами биржи. Контрагентами в его сделках могут выступать только сами биржевики. Суть деятельности специалистов состоит в том, что он, в дословном переводе американской биржевой терминологии, "делает рынок, закрывая разрыв в ценах".

Б и р ж а

Рыночная стоимость котирующихся бумаг (на январь 1993 г.)

Оборот

(на январь 1993 г.)

Обыкновенные акции

Привилегированные акции

Облигации

Акции

Опционы

Все биржи, млрд. долл.

3159,9

66,4

1053,6

934,2

175,1

В том числе, %

Нью-Йоркская фондовая биржа

90,47

92,69

92,16

84,2

4,2

Американская фондовая биржа

9,21

6,31

6,79

8,1

21,3

Фондовая биржа Среднего Запада

0,06

0,07

\*1

3,2

1,1

Тихоокеанская фондовая биржа

0,14

0,61

0,81

2,4

2,9

Филадельфийская фондовая биржа

0,03

0,23

0,23

1,1

4,7

Бостонская фондовая биржа

0,06

0,08

0,00

0,5

\*\*2

Фондовая биржа Цинциннати

0,02

0,00

0,00

0,4

\*\*

Чикагская биржа опционов

\*

\*

\*

\*

65,7

Примечание: поскольку операции с облигациями занимают ныне незначительное место в биржевой торговле, статистику этих операций Комиссия по ценным бумагам и биржами (СЕК) не публикует. Подавляющая часть биржевой торговли облигациями происходит на Нью-Йоркской фондовой бирже.

\*1 - соответствующие бумаги не котируются

\*\*2 - операции с опционами не проводятся

Данные, приведенные ниже в условном примере, иллюстрируют эту деятельность (в долл.).

В этом примере разрыв между ценами, которые предлагаются инвесторами (клиентами биржи), выступающими в качестве продавца и покупателя, весьма велик и составляет 1 долл. Заключение сделки в таких условиях маловероятно. Задача специалиста состоит в том, чтобы выступить в качестве покупателя, предлагающего самую высокую цену, и продавца, запрашивающего самую низкую. В таком случае разрыв сокращается до 0.5 долл., т.е. вдвое. Вероятность заключения сделки в результате этого существенно возрастает.

Участники фондовых операций

Предложение

Разрыв между ценами продавца и покупателя (долл.)

купить по курсу

продать по курсу

Клиенты

104,5

105,5

1

Специалисты

104,75

105,25

0,5

Сказанное иллюстрирует принцип, на котором покоится выполнение главной функции, возложенной на специалистов - обеспечивать ликвидность акций. Кроме того, специалисты также обязаны обеспечивать стабилизацию конъюнктуры и предотвращать резкие скачки цен.

Торгуют специалисты чрезвычайно активно. Несмотря на относительную малочисленность, на них в последние годы приходилось около 11% всех операций Нью-Йоркской фондовой биржи, а в начале 90-х гг. доля специалистов была еще выше - почти 13%.

В непосредственные отношения с акционерами вступают брокеры (среди членов Нью-Йоркской фондовой биржи их 611 человек), принимающие поручения на куплю-продажу акций. Стандартные поручения даются на число акций, кратное 100 (операции с меньшим числом акций редки: их доля в общем количестве операций колебалась в 1991 г. в пределах 0.5-1%). За совершение сделок брокер взимает с клиента комиссионные: до 1975 г. их размеры были фиксированы и зависели от величины сделки.

Остальные члены Нью-Йоркской фондовой биржи играют второстепенную роль. Они ведут операции за свой счет и по своему месту в биржевом механизме близки к специалистам, а другие выполняют брокерские функции, но не для инвесторов, а для брокеров, которые передают им часть накопившихся у них поручений инвесторов.

Правом членства на Нью-Йоркской фондовой бирже владеют отдельные лица, но если член биржи является совладельцем фирмы, то вся фирма считается членом Нью-Йоркской фондовой биржи. Среди фирм-членов НьюЙоркской фондовой биржи доминируют несколько десятков инвестиционных банков, которые занимают ключевые позиции на американском фондовом рынке.

Для принятия ценных бумаг к котировке на Нью-Йоркской фондовой бирже они должны отвечать следующим требованиям: рыночная стоимость размещенных акций должна быть не менее 16 млн. долл.; в обращении должно находиться как минимум 1 млн. обыкновенных акций; владельцы "полных лотов", т.е. владельцы 100 акций и более должны составлять как минимум 2 тысячи человек; доходы корпорации до выплаты налогов за последний финансовый год должны составлять не менее 2.5 млн. долл и за каждый из двух предшествовавших лет - не менее 2 млн. долл. Совет директоров биржи также оценивает степень известности корпорации в масштабах страны, место компании в отрасли, общее состояние и перспективы ее развития. Важным условием регистрации ценных бумаг корпорации на фондовой бирже является обязательство периодически представлять информацию о ее деятельности инвесторам.

Прекращение (приостановка) котировки акций компании или исключение компании из числа котируемых допускается в двух случаях: по решению совета директоров биржи и по требованию самой компании. Совет директоров биржи может пойти на такой шаг, если компания не выполняет условий, описанных выше, в частности, если она не отвечает всем количественным критериям. Такое решение может быть принято и самой компанией, зарегистрированной на бирже. Для этого необходимо, чтобы по данному вопросу было проведено голосование среди акционеров и владельцы 2/3 проголосовали за это, чтобы против этого возражали не более 10% акционеров, и чтобы на это дали согласие большинство директоров компании.

В течение последних 10 лет число корпораций, представленных на

Нью-Йоркской фондовой бирже, почти не менялось. В настоящее время оно равняется 1500. Данная группа корпораций - "цвет" американского бизнеса. На активы этих акционерных обществ приходится подавляющая доля всего обращающегося в США капитала, и на начало 1993 г. она составляла около 81%.

Нью-Йоркская фондовая биржа всегда рьяно выступала против какоголибо вмешательства в ее деятельность со стороны государства, отстаивала достаточность регулирования биржевой деятельности самими членами биржи и пыталась сохранить за собой статус "закрытого клуба".

Однако исторически сложилось два направления регулирования рынка ценных бумаг - со стороны государства и со стороны самих биржевиков. До кризиса 1929-33 гг. государство практически не вмешивалось в деятельность биржи. Кризис и последовавшая за ним депрессия ускорили выработку мер государственного регламентирования деятельности фондового рынка. До настоящего времени закон о ценных бумагах 1933 г. и закон о фондовых биржах 1934 г. остаются основными документами, на которых строится государственное регулирование операций с ценными бумагами.

Ключевой идеей, которая была положена в основу государственного вмешательства в деятельность биржи было достижение максимального невмешательства в процесс купли-продажи акций и облигаций. Конкретное воплощение эта идея нашла в принципе "предоставления информации", на котором базируются послекризисные законодательные акты. Их авторы исходили их того, что если корпорации будут предоставлять акционерам подробную и достоверную информацию о деятельности фирмы, то это автоматически приведет к исчезновению всех пороков рынка ценных бумаг, поскольку истинную ценность акций и облигаций можно будет легко определить и махинации с ними станут невозможными.

Вторая по значимости биржа США - Американская фондовая биржа формально самостоятельна, но в действительности тесно связана с НьюЙоркской фондовой биржей. Американская фондовая биржа существовала как неофициальный рынок ценных бумаг с 50-х годов 19 в., организованное ее становление произошло в 1908-1921 гг.

Принятые на этой бирже правила биржевой торговли в основном аналогичны действующим на Нью-Йоркской фондовой бирже. До 1975 г. на обеих Нью-Йоркских биржах действовали одинаковые ставки комиссионных. Это обстоятельство существенным образом суживало потенциальные возможности для конкуренции двух крупных бирж, расположенных в одном финансовом центре. Главная же причина отсутствия острого соперничества Нью-Йоркской фондовой биржи и Американской фондовой биржи заключалось в том, что большинство членов Американской фондовой биржи составляли те же самые фирмы, которые занимали доминирующее положение на Нью-Йоркской фондовой бирже.

На Американской фондовой бирже требования, предъявляемые при регистрации ценных бумаг, менее строги по сравнению со стандартами НьюЙоркской фондовой биржи. Практически Американская фондовая биржа выступает в роли своеобразного испытательного полигона Нью-Йоркской фондовой биржи. Ценные бумаги перспективных и растущих корпораций вначале котируются на Американской фондовой бирже, и если затем в течение достаточно длительного промежутка времени эти корпорации оправдывают связанные с ними ожидания, их бумаги перемещаются на Нью-Йоркскую фондовую биржу. Подобный путь в свое время проделали ценные бумаги таких корпораций, как General Motors, Radio Corporation of America и др. Американская фондовая биржа занимает также видное место в торговле иностранными ценными бумагами.

Внебиржевой рынок в США также занимает значительное место на рынке ценных бумаг. В настоящее время основой внебиржевого оборота является коммуникационная система НАСДАК (NASDAQ), созданная национальной ассоциацией фондовых дилеров и введенная в строй в 1971 г. В настоящее время в рамках этой системы котируются акции гораздо большего числа американских и иностранных корпораций, чем на всех американских биржах, вместе взятых. Способность внебиржевого рынка пропустить по своим каналам миллиарды акций показывает, что с организационной точки зрения он развит очень высоко. Более того, технические возможности системы НАСДАК позволяют включить в нее и все акции, котирующиеся в настоящее время на биржах. Дилерами по бумагам, котирующимся в системе НАСДАК, выступают более 360 фирм. Это основная часть фирм, выполняющих посреднические функции на внебиржевом рынке.

Для того, чтобы войти в систему НАСДАК, компании должны зарегистрировать свои ценные бумаги в соответствии с Законом о ценных бумагах от 1933 г. или Законом об инвестиционных компаниях от 1940 г.; они должны иметь как минимум 100 тысяч акций, размещенных по подписке, и объединять как минимум 300 акционеров. Кроме того, предусмотрены дополнительные условие, касающиеся цены каждой акции, объема активов и прибыли, наличия лиц, определяющих рынок этих акций и курирующих сделки с ними. В настоящее время в системе НАСДАК действуют как брокеры, так и дилеры.

**Глава 2 - Анализ состояния фондовых бирж в Западной Европе**

В Западной Европе существует в 17 странах 58 различных фондовых бирж. В ведущих капиталистических странах фондовый рынок имеет большое, хотя далеко не одинаковое значение. Это касается, в первую очередь, Великобритании, Швейцарии, Голландии и также Франции, Германии, Бельгии и ярко специфичного рынка Люксембурга. В таких странах, как Австрия, Италия, Испания и также в скандинавских странах роль фондовых рынков невелика. В Греции, Ирландии, Португалии они практически не имеют значения.

В таблице 2 показано соотношение объемов западно-европейских фондовых бирж. В обоих случаях объем и значение Лондонской фондовой биржи, как ведущей западно-европейской биржи, были взяты как 100.

Очевидно, что крупнейший западно-европейский рынок акций - английский, намного меньше американского, но одновременно намного больше других западно-европейских - швейцарского, немецкого и французского. Что касается значения рынка акций и воспроизводства капитала, то ведущую, на равных с США, роль играют рынки акций Великобритании и Швейцарии, но здесь следует учитывать большую долю иностранных акций. Гораздо меньшую роль играет голландский рынок акций, еще меньшую - французский, бельгийский, немецкий. Из облигационных рынков крупнейший находится в Германии, второй по величине в Великобритании, причем отставание их от США менее значительно. Наибольшее значение рынок облигаций имеет в экономике Великобритании, Бельгии и Германии.

Но отличие заключается не только в объеме и в значении фондовых бирж. Целый ряд различий показывает краткая характеристика ведущих западно-европейских фондовых рынков.

Великобритания

Фондовый рынок Великобритании традиционно является, в силу значительной капитализации английских монополий (324 млрд. долл. в 1992

г.), важной частью кредитно-финансового механизма страны. Широкая реприватизация государственного сектора дала значительный толчок росту биржевой капитализации. В 1967 г. все биржи страны были объединены в региональные биржи в Манчестере, Бирмингеме, Глазго и Белфасте. Ярковыраженным лидером является Лондонская фондовая биржа. Она является акционерным обществом и не подвергается прямому государственному контролю. Ее руководство осуществляет совет биржи, состоящий из 45 членов, включая одного представителя Центрального Банка без права голоса. Совет избирается собранием 4482 членов и "саморегулирует" в сотрудничестве с Центральным Банком деятельность фондовой биржи.

Фондовая биржа

Объем

Значение

Акции

Облигации

Акции

Облигации

Амстердам

25,4

20,9

52,2

42,7

Брюссель

7,8

31,9

21,8

90,9

Лондон

100,0

100,0

100,0

100,0

Милан

15,4

71,3

12,9

69,9

Париж

34,5

63,9

25,2

52,5

Франкфурт/М.

60,8

184,6

29,8

92,4

Цюрих

52,3

31,1

102,8

43,4

Нью-Йорк

769,8

256,6

131,3

42,9

Акции и облигации выпускаются, главным образом, именные. Ценные бумаги на предъявителя разрешены, но у английских эмитентов слабо распространены. Иностранные акции должны храниться в специальных депо уполномоченных кредитных институтов. Сделки оформляются, в основном, на срок. Облигации реализуются кассовыми сделками. Устанавливается текущий курс. Биржевая торговля охватывает очень большую долю общего оборота фондовых ценностей. Торговля некотирующимися ценными бумагами ведется на бирже с разрешения совета биржи. С 1980 г. работает при бирже так называемая мини-биржа со сниженными условиями допуска для биржевого обращения акций средних и мелких фирм.

Очень большая доля иностранных ценных бумаг подтвердила огромное значение Лондона как международного финансового центра и в области фондовых рынков, например, как крупнейшего центра еврооблигационных займов. В последние годы Лондонская биржа явилась местом значительных перемен в рамках проведенной с 1983 по 1986 г. реформы, которая, в свою очередь, оказала существенное влияние на реформы других западноевропейских фондовых рынков. Реформа направлена, главным образом, на повышение ее международной конкурентоспособности и, тем самым, на укрепление позиций британского капитала.

Так, в рамках этой реформы, было снято традиционное, чисто английское деление маклеров на брокеров и джобберов. Их функции выполняются теперь одними брокерами. Связанное с этим упрощением снижение комиссионных дополнилось снижением налогообложения фондового оборота. Была широко внедрена вычислительная техника в работу биржи. Британские маклерские фирмы (около 200) потеряли свою монополию в фондовых операциях. Было разрешено сначала 29.9%-ное участие и потом и 100%-ное поглощение этих фирм промышленными и банковскими монополиями. Этим воспользовались британские монопольные банки, которые активно вторглись в ранее закрытую для них сферу фондовых операций.

Швейцария

Фондовый рынок Швейцарии характерен, прежде всего, своими международными функциями. В Швейцарской экономике он играет, с одной стороны, роль источника финансирования воспроизводства национального капитала

и, с другой стороны, является важной составной частью кредитно-финансовой системы, которая, в силу своего международного значения, является исключительно важной "отраслью" швейцарской экономики. В стране находится 7 фондовых бирж, среди которых выделяются Цюрихская, Женевская и Базельская. Монопольное положение на фондовом рынке играют крупные банки, которые определяют там ход событий. На фондовых биржах нет специальных маклеров. Все операции осуществляют представители банков. Только на внебиржевом рынке действуют, наряду с банками, около 120 маклерских фирм, из которых большинство - иностранные. Внебиржевой рынок значителен. Наряду с кассовым рынком существует развитый рынок операций на срок. Устанавливается единый курс. Государственное регулирование малозаметно, но существует довольно строгое банковское "саморегулирование", например, в плане последовательности эмиссий.

Значение Швейцарии как международного финансового центра четко отражается на фондовом рынке, где около половины акций и почти 1/3 облигаций - иностранные. Здесь швейцарские монопольные банки, используя подчиненный ими фондовый рынок, выступают как посредники между иностранными заемщиками и кредиторами. Швейцарский фондовый рынок представляет собой что-то вроде вращающегося диска для международных капитальных притоков. Но благодаря наличию такого развитого, приспособленного к потребностям международного финансового капитала фондового рынка, он стал также важным элементом воспроизводства швейцарского капитала. Так, значительная капитализация швейцарских корпораций - 59 млрд. долл. в 1992 г. - свидетельствует об этом. Это и отличает фондовый рынок Швейцарии от Люксембургского фондового рынка. Последний является почти исключительно облигационным и почти не влияет на экономику страны.

Голландия

Фондовый рынок Голландии отличается хотя и менее яркой, чем например, в Швейцарии, международной направленностью, но она тем не менее в последние годы усиливается. Главной фондовой биржей страны является основанная еще в 1602 г. Амстердамская биржа. Фондовая биржа представляет собой частное учреждение, которое подчиняется "Союзу для фондовой торговли", объединяющему банки и маклерские фирмы. К биржевой торговле допускаются все ее 255 членов - как представители банков, так и маклеры.

Осуществляются кассовые операции, есть очень развитый рынок для сделок на срок, которые традиционно имеют здесь большое значение. Для акций голландских и иностранных ТНК устанавливается текущий курс, для всех остальных - два раза в день единый курс. Внебиржевого рынка нет. Торговля некотирующимися ценными бумагами производится на фондовой бирже до или после регулярного биржевого сеанса. В 1982 г. была создана мини-биржа для акций менее значительных компаний.

Значение для воспроизводства как международного, так и голландского капитала значительно. Иностранные акции составляют примерно 55% биржевой капитализации. Но и капитализация голландских корпораций - 48 млрд. долл. в 1992 г. - важный фактор их воспроизводства, хотя половину составляют акции двух корпораций: Royal Dutch и Philips.

Франция

Фондовый рынок Франции является важной составной частью инструментария государственно-монополистического регулирования. Среди семи французских фондовых бирж Парижская является ярковыраженным лидером. Фондовые биржи местного значения находятся в Бордо, в Лиле, в Лионе, в Марселе, в Нанси и в Нанте. Государственная регламентация фондовой биржи имеет свое начало со времен господства Наполеона и была введена по его приказу после спекулятивных эксцессов, потрясших французскую кредитно-финансовую систему. Сегодня фондовая биржа подчиняется министерству экономики и финансов, которое назначает маклеров (около 80 в Париже), обладающих монополией на фондовые операции внутри и вне биржи. Государственный надзор, а также допуск к биржевой торговле осуществляется биржевой комиссией.

Устанавливается единый курс. Комиссионные средние. Существует как кассовый, так и срочный рынок, но каждая акция допускается лишь к одному виду операций. До 1986 г. все акции во Франции были именные, но сейчас активно происходит переход к безналичным акциям, которые в настоящее время составляют уже 35% от общего количества всех акций.

Капитализация французских корпораций существенна и в настоящее

время составляет 503 млрд. фр. фр. Фактором ее дальнейшего роста является программа приватизации большой доли государственного сектора. В рамках проведенной биржевой реформы была создана мини-биржа и проведено определенное "дерегулирование" фондового обращения. Были приняты различные меры для налогового поощрения вложений в ценные бумаги.

В целях международной конкурентоспособности планируется дальнейшее снятие различных ограничений. Обсуждается даже подрыв монополии маклеров в пользу расширения диапазона деятельности финансовых институтов и привлечения иностранных посредников. Но пока международные функции французского фондового рынка в силу его относительно строгой государственно-монополистической регламентации и также низкого уровня либерализации международных капитальных потоков ограничены.

Германия

В Германии находятся 7 фондовых бирж, расположенных во Франкфуртена-Майне, в Дюссельдорфе, в Бремене, в Гамбурге, в Ганновере, в Мюнхене, в Штутгарте и в Берлине, среди которых выделяется фондовые биржи Франкфурта и Дюссельдорфа, реализующие 51% и 39% всего биржевого оборота. Фондовые биржи являются публично-правовыми учреждениями и подчиняются, согласно федеральной структуре страны, землям. Управляющий

деятельностью биржи совет избирается ее членами - маклерами, среди которых преобладают представители банков. Рынок преимущественно кассовый. Сделки на срок разрешены только в виде опционов. Для большинства акций устанавливается единый курс, для акций крупных монополий определяется текущий курс. Комиссионные средние.

Отличительной особенностью германского фондового рынка является огромное влияние монопольных банков, оказываемое ими на протяжении всего их развития. Рынок акций относительно незначительный, капитализация корпораций составляет около 580 млрд. марок. Рынок облигаций более развит, но там обращаются, прежде всего, государственные и банковские облигации. Традиционно тесные связи между банковским и промышленным капиталом объясняет предпочтение использования средне- и долгосрочных банковских кредитов по отношению к использованию ценных бумаг. Германские банки "предпочитают выдавать кредиты, чем опосредовать выход на фондовую биржу". Монопольные банки почти полностью монополизируют фондовый рынок. Они занимаются эмиссией и размещением ценных бумаг, активно участвуют на вторичном рынке и сами владеют крупными пакетами ценных бумаг. Влияние, основанное на собственном, непосредственном владении акциями (около 9% всех акций), умножается акциями, находящимися в траст-отделах. Таким образом, доля германских банков в распоряжении капитала очень значительна.

Финансовый капитал Германии отличается высокой организованностью и относительной устойчивостью структур. Около 48% всех акций находится в постоянном владении и обращается лишь формально. Вторичный рынок поэтому не очень активен, хотя оборот на бирже - лишь часть фондового оборота, так как многие сделки реализуются прямо между банками в обход биржи. Государственное вмешательство слабое.

Федерация, земли и их органы активно используют облигационный рынок в рефинансировании государственного долга. В последние годы государство более активно пытается путем налоговых скидок и реприватизации государственного сектора поощрять как выпуск и приобретение акций, так и их биржевое обращение.

Бельгия

Бельгийский фондовый рынок хотя и не очень велик, но имеет существенной значение в финансировании воспроизводства национального капитала. Брюссельская фондовая биржа является центральной. Биржи в Антверпене, Генте, Льеже имеют провинциальный характер. Биржа является самостоятельным учреждением, которое находится под надзором министерства финансов. Маклеры имеют монопольное право ведения операций с ценными бумагами. Торговля некотирующимися производится, по мере необходимости, на бирже. Сделки на срок получили широкое распространение. Комиссионные относительно низкие.

Биржевая капитализация значительна, хотя примерно 1/3 приходится на акции концерна Petrofina. В 1992 г. она составила 859 млрд. б. фр. В обращении находится немало иностранных ценных бумаг, но выдвижение Брюсселя в качестве "западно-европейской столицы" мало отразилось на фондовом рынке.

Италия

Хотя Италия относится к числу экономически развитых стран, фондо-

вый рынок страны крайне неразвит. Он является сугубо национальным, направленным, главным образом, на обеспечение финансирования государственного долга. Главная фондовая биржа страны находится в Милане, наряду с которой существует еще 7 бирж местного значения. Как отражение относительно низкой концентрации во многих отраслях, капитализация итальянских корпораций невысокая - 43 млрд. долл. в 1993 г. Главным предметом биржевой торговли являются итальянские государственные облигации. Этому способствует строгий государственный контроль самой биржи

и соответствующая налоговая политика. Сама биржа является публичноправовым учреждением и подчиняется министерству финансов. Другими характерными чертами итальянского фондового рынка являются: высокая доля

внебиржевого рынка, слабое законодательное подкрепление самого обращения, отсутствие формального запрета на инсайдерную торговлю. Акции выпускаются именные, облигации на предъявителя. Операции на срок не разрешаются. Курс устанавливается единый. Международное значение сводится фактически, из-за неразвитого рынка и нехватки капитала, к нулю.

Специфика рынков фиктивного капитала в Западной Европе

В многообразии конкретных проявлений общих закономерностей развития фиктивного капитала и его обращения необходимо выявить основные факторы, характеризующие специфику рынков фиктивного капитала отдельных стран на основе их исторического развития. Среди этих, во многом взаимосвязанных факторов, следует, прежде всего, выделить следующие.

**Специфика органической структуры финансового капитала**

Анализ структур частномонополистической собственности крупных корпораций капиталистического мира, проведенный французским экономистом

Г. Дефоссе, показал, что потребности западно-европейского финансового капитала в биржевом обращении "бумажной тени" своего капитала существенно ниже, чем, например, в США. Надо отметить, что западно-европейский капитал обладает более устойчивой структурой. В этих странах немалая доля корпораций находится во владении отдельных лиц или семей, которые в очень ограниченном объеме или вообще не допускают свои акции к биржевому обращению. Несмотря на определенные пересмотр соотношения государственного регулирования и частного предпринимательства, отражающегося также на фондовом рынке, в западно-европейских странах доля государства в корпорациях на основе акций выше. Дробление акций меньше. Контрольные пакеты, как правило, выше. Следовательно, биржевая капитализация менее значительна в большинстве западно-европейских стран. Структура непосредственного владения акциями относительно неподвижна. Институционализация владения продвигается, главным образом, институциональными инвесторами в Великобритании и Голландии, а также банками в Германии. Все эти различия как в предложении, так и в спросе на акции, обусловленный организационными особенностями финансового капитала, определяют облик каждого фондового рынка.

Соотношение различных внутренних и внешних источников накопления капитала

В процессе накопления корпорации имеют определенные финансовые альтернативы: самофинансирование за счет перераспределения прибыли или резервов, банковские кредиты, выпуск облигационных займов или эмиссия акций. Так, например, в Великобритании эмиссия акций получила широкое распространение при мобилизации дополнительных средств, в Германии долгосрочные кредиты, во Франции - вексельные кредиты или в Италии контокоррентные кредиты. В области фиктивного капитала свидетельством тому является сравнение соотношения акций и облигаций на различных биржах, приведенное выше в таблице 2.

Специфика национальной кредитной системы

Обращение фиктивного капитала - как первоначальное размещение, так и вторичная торговля - организовано в западно-европейских странах поразному. Операции с ценными бумагами входят в одних странах в диапазон деятельности универсальных банков (например, в Германии). В других странах имеет место монополия маклеров (Франция). В третьих странах (например, Голландия) как банки, так и маклерские фирмы действуют на фондовом рынке. Данное положение, т.е. специфическое сочетание монополии и конкуренции среди финансовых институтов оказывает воздействие на место фондового рынка как составной части рынка ссудного капитала.

Специфика государственно-монополистического регулирования

Роль государства на фондовом рынке двояка. С одной стороны, оно

активно воспользовалось финансовыми возможностями рынка в целях финансирования бюджетных дефицитов и становится, тем самым, важным или даже решающим фактором (например, в Италии) на фондовом рынке страны. С другой стороны, оно пытается в целях государственно-монополистического регулирования воспроизводства капитала воздействовать административными, налоговыми и прочими методами как на саму фондовую биржу, так и на поведение действующих там эмитентов, посредников и инвесторов. Начиная от правового статуса биржи и кончая налоговым обложением дивидендов, государственно-монополистическое регулирование в состоянии охватить так или иначе широкий круг проблем фондового обращения. Конкретный диапазон мер, применяемый в рамках государственно-монополистического регулирования, различный. Его оценка со стороны финансового капитала в западно-европейских странах колеблется между "лояльно" (например, в Великобритании) и "строго" (например, во Франции) и воздействует, конечно, на отношение финансового капитала к фондовому рынку, и тем самым, на него самого.

Место фондовой биржи на фондовом рынке

В большинстве стран существует, наряду с биржами местного значения, одна центральная фондовая биржа. В некоторых странах (Германия, Швейцария) есть несколько значительных бирж. Финансовый капитал стремится к разноступенчатому механизму, в условиях которого акции корпораций различных размеров могут обращаться в биржевых условиях. Внебиржевой рынок имеет место в странах, где банки реализуют фондовые операции как на бирже, так и вне ее (например, Германия, Швейцария) или где сам биржевой механизм недостаточно налажен (пример - Италия). Исключение составляет торговля крупными пакетами акций, гарантирующими контроль или влияние в распоряжении корпорациями. Во всех западно-европейских странах операции с "блоками акций" могут осуществляться с помощью легального посредника вне фондовой биржи.

Степень вовлечения в международное воспроизводство капитала

Включение западно-европейских стран в международное разделение труда как в рамках западно-европейской интеграции, так и за ее пределами достигло достаточно высокого уровня. Выражением этого в области фиктивного капитала является растущая международная миграция фондовых ценностей, т.е. интернационализация как выпуска ценных бумаг и их приобретения, так и посредничества и соответствующих механизмов обращения. Это касается, в первую очередь, наиболее развитых и либерализованных фондовых рынков региона (Великобритания, Швейцария, Голландия), где международные потоки фиктивного капитала и денежного капитала становятся все более решающим фактором. Их приспособление оказывает, в свою очередь, воздействие на другие фондовые рынки (во Франции, Германии). Таким образом, международный фондовый бизнес является предметом острой конкуренции между ведущими фондовыми биржами региона, которые оказывают существенное влияние на облик фондового обращения на биржах Западной Европы.

**Глава 3 - Последний штрих Фондовая биржа: плюсы и минусы**

Подводя итог всему вышесказанному, безусловно не у кого не вызывает сомнения то, что биржа играет значительную конструктивную роль в системе капиталистического хозяйства. Именно фондовая биржа придает необходимый динамизм и гибкость инвестиционному процессу.

Но при этом нельзя не видеть и оборотной стороны медали: спекуляция является имманентной, неистребимой чертой биржи. В настоящее время негативные последствия этой спекуляции усугубляются все более широким распространением биржевых операций с ценными бумагами, осуществляемым по компьютерным программам. Смысл этих операций заключается в том, что компьютер, выполняя волю пользователя, автоматически заключает сделки на куплю или продажу ценных бумаг, как только их курс выходит за пределы зафиксированного диапазона. Надежная и удобная в обычных условиях система компьютерных сделок становится крайне опасной в момент утраты биржей равновесия в результате спекулятивной активности. Это убедительно показал биржевой кризис 1987 г., существенно усиленный, благодаря "вкладу" компьютерных программ.

Но раз уж я заговорил о биржевых кризисах, то позволю задержаться на этой теме несколько дольше.

Биржевые кризисы

Биржевые кризисы - своеобразная реакция рынка ценных бумаг на чрезмерное "разбухание" фиктивного капитала. Один из таких кризисов произошел в октябре 1987 г., когда на фондовых биржах капиталистических стран резко упали курсы акций. Так, по сравнению с максимальным уровнем 25 августа 1987 г. 19 октября 1987 г. они упали на Нью-Йоркской бирже на 36%, Токийской - более чем на 20%, Парижской и Лондонской - на 35-40%, а на биржах Франкфурта-на-Майне, Сиднея и Гонконга даже на 45-50%. Таким образом, этот кризис был одним из сильнейших за всю историю биржевых кризисов. Он развернулся по "классическим образцам", т.е. произошел на пике экономического подъема и привел к уменьшению фиктивного капитала, к примеру, американских корпораций на 550 млрд. долл.

Падение курсов акций делает некоторые компании весьма уязвимыми для поглощения более сильными конкурентами. Компании-"хищники" имеют свободный капитал и хотят по дешевке скупить акции. Поэтому напуганные биржевым кризисом 1987 г., боясь, что их акции скупят конкуренты, многие компании США, чей курс акций упал, начали осуществлять на фондовой бирже массовый выкуп собственных акций для сохранения своей самостоятельности. В их числе оказались даже такие уже упоминавшиеся гиганты, как General Motors, Ford, Coca-Cola, IBM и др. Для многих компаний резкое снижение курса их акций означало банкротство.

Но с точки зрения общества в целом, биржевой кризис - это лишь возврат к уровню, отражающему реальное положение дел в экономике. Биржевой крах обычно дает толчок к координации всей экономической политики государства. В результате кризиса восстанавливается временное относительное соответствие процессов, происходящих в реальной экономике и в сфере капиталообразования. Как бы это ни казалось странным, но в этом отношении биржевые кризисы, уничтожая "избыток" финансового капитала, выполняют конструктивную функцию. Биржевые кризисы ускоряют развитие акционерной формы собственности, увеличивают концентрацию в руках финансового капитала все большей части ценных бумаг, обостряют конкурентную борьбу между держателями акций "за выживание", ведут к банкротствам предприятий и банков.

Тем не менее, нельзя не видеть, что при всех их бесспорных негативных последствиях кризисы являются предпосылкой последующего оздоровления экономики. Биржевые кризисы, например, приводят к замене отсталых корпораций передовыми, более конкурентоспособными, сбивают ажиотажный спрос на ценные бумаги, удаляют с рынка ценных бумаг чрезмерно склонных к риску игроков, заставляют искать и внедрять новые формы и методы организации деятельности биржи. (В частности, биржевой кризис 1987 г. разделил западных экономистов на сторонников двух противоположных точек зрения: у одних создалось представление, что фондовые биржи нуждаются в усилении государственного регулирования, у других осталась уверенность в том, что стабилизация рынка акционерного капитала может наступить "естественным путем", т.е. на основе стихийного действия внутребиржевого механизма.)

Для мелких держателей акций биржевые кризисы, безусловно, представляют собой грозную опасность. Но отказ от фондовой биржи на том основании, что она неотделима от спекуляций и кризисов, лишил бы экономический механизм гибкой и эффективной системы капиталообразования, чрезвычайно затрудняя инвестиционный процесс. Наличие рынка ценных бумаг способствует капитализации доходов членов общества, существенно увеличивая инвестиционные ресурсы народного хозяйства. При этом, что очень важно, происходит реальная децентрализация инвестиционного процесса, придающая ему гибкость и динамизм, необходимые для перестройки структуры инвестиций.

Наконец, рынок ценных бумаг способен отвлекать значительную часть денежных доходов населения, уменьшая тем самым спрос на товары и услуги. Это обстоятельство, оказывающее в развитых капиталистических странах весьма неоднозначное воздействие на ход воспроизводства, может иметь важное позитивное значение в условиях дефицитной экономики.

**Список литературы**

Мировые финансовые центры Матюхин Г.Г.

Фондовые рынки США: основные понятия, механизмы, терминология.

Драчев С.Н.

Современные фондовые биржи капиталистических стран Ханин Г.И.

Современный капитализм: общественное воспроизводство и денежное

обращение Тенс Б.

Фондовая биржа и акции Коротков В.В.

Политическая экономия современного капитализма Торкановский В.С. Брокер и биржа Улыбин К.А.

Биржа и ее деятельность Дефоссе Г.

Фондовая биржа и биржевые операции Штиллих О.

Фондовая биржа: как котируются ценные бумаги Сокальский Б. Фондовые биржи, или как взойти на вершину пирамиды Машина М.В. Российский экономический журнал

Финансовая газета

Коммерсантъ

Бизнес. Банки. Биржа.

The Economist

Euromoney