*Не в силах мы судьбой повелевать,*

*Но есть один закон который вечен:*

*Умей следить, расчитывать и ждать –*

*И твой успех навеки обеспечен!*

Джордж Гордон Байрон. Дон-Жуан

Песнь тринадцатая

ВВЕДЕНИЕ

 Невозможно представить себе развитую страну без рынка ценных бумаг. Ведь рынок ценных бумаг – это тот институт, на котором отражается вся экономика страны, будь то промышленный сектор, сектор обслуживания или финансовый сектор. Если в стране замечается экономический рост, то рынок ценных бумаг будет процветать, если наоборот – возможен кризис. Сейчас мировая экономика настолько интегрирована, что колебания одного рынка ценных бумаг (речь идет конечно о крупных рынках ценных бумаг, таких, как Нью-Йорк, Лондон, Франкфурт, Токио, Гонконг, Париж и др.) отражаются практически на всех остальных рынках ценных бумаг.

 Важным институциональным механизмом рынка ценных бумаг является фондовая биржа. В данной работе исследуется фоновая биржа, рынок ценных бумаг, подробно дается описание Ереванской Фондовой Биржи, которая безусловно является основным рычагом, движущей силой армянского рынка ценных бумаг.

 Многие экономисты считают, что развитие рынка ценных бумаг приводит к развитию страны. Это действительно так. Представим себе для примера такую страну как Гонконг, у которой практически отсутствовала прмышленность. Теперь эта страна (имеется в виду до воссоединения к Китаю) является одной из самых развитых в мире, засчет своих банков и в главной мере, засчет своего рынка ценных бумаг. Будем надеяться, что для Армении залогом экономического процветания и экономического успеха станет наш армянский рынок ценных бумаг.

 В данной работе исследуется также армянский рынок ценных бумаг, проводятся парралели с иностранными рынками ценных бумаг, путем исследований найдем некоторые закономерности и тенденции, попытаемся дать ответы на некоторые фундаментальные вопросы, касающиеся бирж и рынка ценных бумаг в целом. В процессе анализа найдем модели, наиболее выгодные и приемлемые для Армении. Определим пути, по которым целесообразно двигаться нашей стране, для достижения успеха на рынке ценных бумаг.

ЧАСТЬ I

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

ГЛАВА 1

ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ И ЕГО ВИДЫ

 Прежде чем рассматривать рынок ценных бумаг необходимо разобраться в самом понятии ценной бумаги.

 В настоящий момент в мире нет единого четкого, всеми признанного определения ценной бумаги. Если попытаться обобщить различные определения ценных бумаг, то можно дать общее достаточно нейтральное и не противоречащее различным определениям, определение ценных бумаг:

 ***Ценные бумаги – это особым образом оформленные документы, выражающие отношения (чаще всего долговые) между сторонами, подтверждающие право либо на какое-то имущество, либо на денежную сумму.***

Согласно статье 1 Закона Республики Армения об Обороте Ценных Бумаг, ценная бумага – это документ, который свидетельствует об имущественных или заемных отношениях между выпускающим и приобретающим ее.

 Ценные бумаги можно разделить на три группы:

1. *отражающие права собственности* (акции);
2. в той или иной степени *являющиеся заемными средствами* (облигации, векселя, казначейские обязательства, сертификаты и другие.);
3. *производные* – любые ценные бумаги, удостоверяющие право их владельцев на покупку или продажу тех или иных ценных бумаг (опционы, варанты и другие.).

Существует еще ряд классификаций ценных бумаг:

*Именные ценные бумаги*, данные о владельцах которых занесены в специальный реестр и переход прав на которые требует обязательной идентификации личности, и *ценные бумаги на предъявителя*, не регистрирующиеся и передающиеся другому лицу без идентификации личности;

*Срочные ценные бумаги*, имеющие конкретный срок погашения, и *бессрочные*, не содержащие конкретного срока погашения;

*Документарные ценные бумаги*, владелец которых устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата, и *бездокументарные*, владелец которых устанавливается на основании записи в системе ведения реестра или на основании записи на счету депо;

*Государственные ценные бумаги*, выпущенные федеральными органами власти, *корпоративные*, выпущенные предприятиями и организациями.

Перейдем к рынку ценных бумаг. Что такое рынок вообще? Существует несколько классических определений рынка. Например, любой рынок, как определял А. Маршал, складывается из спроса, предложения и уравновешивающей их цены. К.Р. Макконелл и С.Л. Брю определяли рынок как «институт или механизм, сводящий вместе покупателей (предъявителей спроса) и продавцов (поставщиков) отдельных товаров и услуг».

Кроме того, рынок – это способ функционирования экономической системы, которая базируется на действии объективных экономических законов (в первую очередь закона спроса и предложения). Когда мы говорим о рынке ценных бумаг, то в этом случае товаром, который обращается на рынке, являются ценные бумаги. Сразу необходимо усвоить, что понятия фондового рынка и рынка ценных бумаг совпадают. В литературе используются оба эти термина, и надо четко понимать, что речь идет об одном и том же.

В любой экономической системе постоянно возникают ситуации, когда в одних ее сегментах имеется недостаток средств, а в других излишек (временно свободные денежные средства). У одних предприятий, например, идет смена оборудования и срочно нужны деньги, а у других после продажи партии товара появляются временно свободные денежные средства. Или другой пример. Государство (федеральные органы власти) имеет дефицит бюджета, ему срочно необходимы дополнительные средства, но если включить печатный станок, это вызовет всплеск инфляции, то есть денежную эмиссию производить нельзя. А в это время достаточно большая группа населения держит деньги «в чулке», она не прочь их приумножить, но боится всевозможных мошенников, которых сегодня немало.

Каким образом можно разрешить эти противоречия? В рыночной экономике существует механизм перераспределения денежных накоплений через рынок ценных бумаг. Основное назначение рынка ценных бумаг состоит в том, чтобы аккумулировать временно свободные денежные средства и направлять их в перспективные отрасли экономики, на государственные нужды и т.д.

Лица и организации, имеющие временно свободные денежные средства и желающие их преумножить, называются инвесторами. Эмитентами являются юридическое лицо либо орган исполнительной власти или местного самоуправления, несущие от своего имени обязательство перед владельцем ценной бумаги. Эмитент заинтересован в привлечении денег либо для какого-то вида деятельности, либо под какую-то программу. Рынок ценных бумаг (фондовый рынок) находится между эмитентами и инвесторами как посредник, то есть он помогает эмитентам аккумулировать денежные средства, а инвесторам – приумножить их путем вложения денег в ценные бумаги.

Рынок ценных бумаг входит как элемент в систему финансового рынка и, в свою очередь, подразделяется на первичный и вторичный, а вторичный – на биржевой и внебиржевой (рис. 1).

*Рынок банковских ссуд* определяется деятельностью банков, связанной с кредитными и депозитными операциями. Когда же банки работают с ценными бумагами, они входят в систему *фондового рынка*. *Первичный рынок* – это рынок первичной и последующих эмиссий, то есть первичное размещение ценных бумаг; на *вторичном рынке* обращаются ранее эмитированные на первичном рынке ценные бумаги. *Биржевой рынок* охватывает рынок операций с ценными бумагами, проходящими через фондовую биржу; операции *внебиржевого рынка* совершаются вне фондовой биржи.

Подводя некоторый итог, можно дать более полное определение рынка ценных бумаг:

Рынок ценных бумаг – это часть финансового рынка, обеспечивающая возможность быстрого (оперативного) перелива финансовых средств в различные секторы экономики и способствующая активизации инвестиций.

Рынок ценных бумаг занимает чрезвычайно важное (ключевое) место в системе рыночных отношений; без него нормальные рыночные отношения невозможны. Основные функции рынка ценных бумаг:

1. Регулирует и направляет финансовые потоки (если представить рынок как живой организм, то рынок ценных бумаг регулирует кровообращение; без постоянного движения капитала и инвестиций рынок умрет, как организм без кровообращения).
2. Является механизмом привлечения инвестиций (как физических, так и юридических лиц), прежде всего через покупку корпоративных ценных бумаг.
3. Служит механизмом привлечения денег в бюджет государства (в основном через государственные ценные бумаги).
4. Является механизмом естественного отбора в экономике (в основном за счет борьбы за контрольный пакет акций).

Кроме всего вышесказанного, рынок ценных бумаг является объективным механизмом регулирования финансовых потоков в приоритетные отрасли экономики и предприятия.

Пойдем по ступеням логического анализа. Цена акций зависит от многих факторов, но один из главных – величина дивидендов. Чем больше дивиденд, тем выше цена акции, а величина дивиденда зависит от прибыли предприятия. Высокую прибыль имеют те предприятия, у которых хорошие технико-экономические показатели. Для этого нужно выпускать качественную продукцию с низкими затратами. Если на продукцию есть спрос – значит, данное производство в данный момент обществу необходимо. Прибыль предприятия растет, увеличивается дивиденд и повышается цена акции этого предприятия – естественно, население и различные корпорации скупают его акции. Тем самым финансовые потоки перекачиваются в отрасли, которые нужны обществу в данный момент. Таким образом: 1) деньги населения не лежат «в чулке», а работают на рост общественного производства и сферы услуг; 2) происходит инвестирование нужных обществу отраслей; 3) все эти процессы находятся в постоянном движении и мгновенно реагируют на изменение ситуации.

Это классический пример действия закона экономической заинтересованности через рынок ценных бумаг. При таком процессе мало кто думает об общественном благе, но объективные экономические законы как бы заставляют работать в указанном направлении.

В общем виде рынок ценных бумаг можно определить как совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его участниками.

В этом смысле понятие рынка ценных бумаг не отличается и не может отличаться от определения рынка любого другого товара, например нефти. Отличия появляются, если сравнить сам объект исследуемого рынка. Номенклатура рынка ценных бумаг соответствует не рынку какого-то отдельного товара, а товарному рынку в целом. Далее, если товары производятся на заводах и фабриках, то ценные бумаги выпускаются в обращение. Чтобы товар дошел до своего потребителя, нужна своя организация товародвижения, а для ценной бумаги – своя. Товар продается один или несколько раз, а ценная бумага может продаваться и покупаться неограниченное число раз. Рынок ценных бумаг – это составная часть рынка любой страны. Основой рынка ценных бумаг являются товарный рынок, деньги и денежный капитал. Первый является надстройкой над вторым, производным по отношению к ним.

Классификации видов рынков ценных бумаг имеют много сходства с классификациями самих видов ценных бумаг. Так различают:

* Международные и национальные рынки ценных бумаг;
* Национальные и региональные (территориальные) рынки;
* Рынки конкретных видов ценных бумаг (акций, облигаций и т.п.)
* Рынки государственных и корпоративных (негосударственных) ценных бумаг;
* Рынки первичных и производных ценных бумаг.

Смысл той или иной классификации рынка ценных бумаг определяется ее практической значимостью.

# ГЛАВА 2

# МЕСТО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Поскольку одной из основополагающих целей товарной экономики является получение прибыли, постольку любая деятельность есть или должна быть сферой приумножения капитала и с этой позиции любой рынок есть одновременно и рынок для вложения капиталов.

Денежные средства могут быть вложены в производственную и торговую деятельность, в недвижимость, антиквариат, драгоценные металлы и т.п. Во всех случаях эти денежные средства с течением времени могут иметь свой прирост, то есть принести прибыль и весьма значительную, если правильно выбраны направления и условия, на которых вкладываются деньги как капитал. Однако в рассмотренных случаях отсутствует сам процесс предварительного накопления необходимой для капитального вложения денежной суммы. Ведь прежде, чем вложить капитал, его надо накопить или откуда-нибудь получить.

Сфера, где можно накопить капитал или его получить – есть финансовая сфера деятельности. Основными рынками, на которых преобладают финансовые отношения, являются:

* Рынок банковских капиталов;
* Рынок ценных бумаг;
* Валютный рынок;
* Рынок страховых и пенсионных фондов.

Итак, следует различать рынки, куда можно только вкладывать капитал, или первичные рынки, и собственно финансовые рынки, где эти капиталы накапливаются, концентрируются, централизуются и вкладываются в конечном счете в первичные рынки. Финансовые рынки, или, как их еще называют, рынки капиталов, - это рынки посредников между первичными владельцами денежных средств и их конечными пользователями.

Поскольку далеко не все ценные бумаги ведут свое происхождение от денежных капиталов, постольку рынок ценных бумаг не может в полном объеме отнесен к финансовому рынку. В той части, в какой рынок ценных бумаг основывается на деньгах как на капитале, он называется *фондовым рынком* и в этом своем качестве есть составная часть финансового рынка. Фондовый рынок образует большую часть рынка ценных бумаг. Оставшаяся часть рынка ценных бумаг в силу своих сравнительно небольших размеров не получила специального названия, и поэтому часто понятия рынка ценных бумаг и фондового рынка считаются синонимами.

# ГЛАВА 3

# ФУНКЦИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

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

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

К специфическим функциям рынка ценных бумаг можно отнести следующие:

* Перераспределительную функцию;
* Функцию страхования ценовых и финансовых рисков.

*Перераспределительная функция* условно может быть разбита на три подфункции:

* Перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности;
* Перевод сбережений, прежде всего населения, из непроизводительной в производительную форму;
* Финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, то есть без выпуска в обращение дополнительных денежных средств.

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

# ГЛАВА 4

# СОСТАВНЫЕ ЧАСТИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Составные части рынка ценных бумаг имеют своей основой не тот или иной вид ценной бумаги, а способ торговли на данном рынке в широком смысле слова. С этих позиций в рынке ценных бумаг необходимо выделять рынки:

* Первичный и вторичный;
* Организованный и неорганизованный;
* Биржевой и внебиржевой;
* Традиционный и компьютеризированный;
* Кассовый и срочный

*Первичный рынок* – это приобретение ценных бумаг их первыми владельцами; это первая стадия процесса реализации ценной бумаги; это первое появление ценной бумаги на рынке, обставленное определенными правилами и требованиями. *Вторичный рынок* – это обращение раннее выпущенных ценных бумаг; это совокупность всех актов купли-продажи или других форм перехода ценной бумаги от одного ее владельца к другому в течение всего срока существования ценной бумаги.

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

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

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

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

*Кассовый рынок ценных бумаг* (иностранное название: «кэш»-рынок, или «спот»-рынок) – это рынок с немедленным исполнением сделок в течение 1 – 2 рабочих дней. *Срочный рынок ценных бумаг* – это рынок, на котором заключаются разнообразные по виду сделки со сроком исполнения, превышающим 2 рабочих дня. Чаще всего со сроком исполнения 3 месяца.

ЧАСТЬ II

ФОНДОВАЯ БИРЖА

ГЛАВА 5

ЗАДАЧИ И ФУНКЦИИ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Изначально фондовая биржа создавалась для того, чтобы поощрять и поддерживать торговлю ценными бумагами, обеспечивающую соблюдение интересов ее участников. Поэтому биржа рассматривалась как надлежащим образом организованное место для торговли.

Первая задача биржи заключается в том, чтобы предоставить место для рынка, то есть централизовать место, где может происходить как продажа ценных бумаг их первым владельцам, так и вторичная их перепродажа.

При этом принципиальным положением существования бирж как организованного оптового рынка ценных бумаг является соблюдение обязательного требования всеми участниками торгов вести себя в соответствии с твердыми правилами. Фондовая биржа представляет собой организацию со своими исторически сложившимися правилами ведения торгов. И, несмотря на то, что в настоящее время открытый биржевой торг, требующий физического присутствия его участников, заменяется компьютерным (электронным, экранным), дающим возможность принимать участие в торговле из своего офиса (со своего рабочего места), обязательным остается соблюдение установленных правил и системы регулирования торговли, а также готовность всех участников торгов эти правила соблюдать. Для выполнения первой задачи фондовой бирже недостаточно отработать правила и системы регулирования торговли, необходимо предъявлять достаточно жесткие требования к компаниям, поставляющим ценные бумаги для продажи, и членам биржи, которые на профессиональном уровне ведут торговлю и представляют интересы клиентов, не имеющих возможности принимать непосредственное участие в торговле на бирже, а вынужденных прибегать к услугам посредников. Биржа также должна располагать обученным высококвалифицированным персоналом, способным не только провести сам биржевой торг, но и обеспечить эффективный надзор за исполнением сделок, заключенных на бирже. Объясняется это тем, что инвестор и эмитент ищут ликвидные и эффективные рынки, которые характеризуются «узким» спрэдом, эффективными торговыми системами, большим оборотом и эффективной защитой инвестора.

Второй задачей фондовой биржи следует считать выявление равновесной биржевой цены. Выполнение этой задачи возможно в силу того, что биржа собирает большое количество как продавцов, так и покупателей, предоставляя им рыночное место, где они могут встречаться не только для обсуждения и согласования условий торговли, но и для выявления приемлемой стоимости (цены) конкретных ценных бумаг. Кроме того, биржа добивается доверия к достоверности достигнутых цен в процессе биржевого торга. Для реализации указанной задачи биржа обеспечивает открытость информации, характеризующей как эмитента, так и его ценные бумаги, стандартизацию условий установления цен, использование средств массовой информации для распространения информации о котировках цен и сделках. Это позволяет членам биржи и профессиональным участникам знать самые последние цены, по которым можно совершать сделки, и знать о самых последних сделках, которые были совершены. Все более распространяющейся тенденцией на западных биржах становятся теперь попытки устроить показ котировок акций, зарегистрированных их биржами, на экранах домашних телевизоров для частных лиц, с помощью такой службы, как Телетекст (журналы электронного экрана). Это дает возможность заинтересовать в биржевой торговле новых участников, прежде всего покупателей.

Третья задача биржи – аккумулировать временно свободные денежные средства и способствовать передаче права собственности. Привлекая покупателей ценных бумаг, биржа дает возможность эмитентам взамен своих финансовых обязательств получить нужные им средства для инвестиций, то есть способствует мобилизации новых средств, с одной стороны, а с другой – расширению круга собственников. При этом биржа создает возможности для перепродажи приобретаемых ценных бумаг, то есть обеспечивает передачу прав собственности, постоянно привлекая на биржу новых инвесторов, имеющих в наличии крупные или мелкие суммы временно свободных денежных средств. Обеспечивая перепродажу ранее купленных ценных бумаг, биржа освобождает покупателя от «вечного» их владения. У него появляется возможность продать ранее купленные ценные бумаги и искать другие возможности использования своих денежных средств или вложить их в другие более привлекательные для него ценные бумаги. Такая смена владельца не затрагивает эмитента, полученные им денежные средства остаются у него в распоряжении, изменился только кредитор или акционер.

Четвертая задача фондовой биржи – обеспечение гласности, открытости биржевых торгов. Нужно иметь в виду, что биржа не гарантирует того, что вложенные в ценные бумаги средства обязательно принесут доход. Как дивиденды, так и курсовая стоимость акций, например, могут расти и падать, но фондовая биржа гарантирует, что участники торгов могут иметь достаточно достоверную информацию и располагать справедливыми правилами для формирования собственных суждений о доходности принадлежащих им ценных бумаг. Биржа обязана каждому заинтересованному сообщать о дате и времени заключения сделок, наименовании ценных бумаг, являющихся предметом сделки, государственном регистрационном номере ценных бумаг, цене одной ценной бумаги и количестве проданных (купленных) ценных бумаг. При этом следует особо обратить внимание на то, что биржа должна обеспечить доступность информации, способной оказать влияние на рыночный курс ценных бумаг для всех участников биржевой торговли в одно и то же время. Кроме того, все они должны обладать одинаковой информацией, то есть все должны находится в одном положении. Биржа отвечает за централизованное распространение биржевой информации. Она также должна получать и комментировать любые решения правительства, которые могут повлиять на курсы тех ценных бумаг, которые котируются на бирже.

Пятая задача биржи заключается в обеспечении арбитража. При этом под арбитражем следует понимать механизм для беспрепятственного разрешения споров. Он должен определить круг лиц, которые могут выполнять поставленную задачу, а также возможные компенсации пострадавшей стороне. Многие биржи для решения задачи арбитража создают специальные арбитражные комиссии, в состав которых включают независимых лиц, имеющих как опыт в ведении биржевой торговли, так и в решении споров, имеющих возможность беспристрастно выслушать обе стороны и принять взвешенное решение. Влиятельность арбитражной комиссии должна быть общепризнанной. Для усиления ее значимости ей придается иногда статус третейского суда, и тогда решение арбитражной комиссии имеют не только рекомендательный, но и обязательный характер. Поэтому решение о компенсации должно быть приемлемо как для потерпевшей стороны, так и для ответчика и обязательно для исполнения. Хотя всякий арбитраж предполагает апелляцию.

Шестая задача биржи – обеспечение гарантий исполнения сделок, заключенных в биржевом зале. Ее выполнение достигается тем, что биржа гарантирует надежность ценных бумаг, которые котируются на ней. Это достигается тем, что к обращению на бирже допускаются только те ценные бумаги, которые прошли листинг, то есть соответствуют предъявляемым требованиям.

Кроме того, на бирже имеется возможность подтверждения условий покупки или продажи ценной бумаги.

Как только участники торгов (члены биржи, брокеры – представители продавца и покупатели) согласовали условия сделки, они тут же регистрируются, и участник торгов получает соответствующее подтверждение от биржи. Поэтому не может быть никаких споров о том, какое конкретное соглашение было принято по поводу этой сделки.

Выполняя указанную задачу, биржа берет на себя обязанности служить посредником при осуществлении расчетов. Под этим подразумевается, что биржа принимает на себя ответственность за предоставление гарантии на все подтвержденные сделки и что покупки будут оплачены, а все проданные акции будут доставлены для передачи на имя нового покупателя или по его указанию на другое имя. Это чрезвычайно важная функция биржи, поскольку она дает всем покупателям и продавцам гарантию, что они получат полностью результаты своих операций, так как в противном случае биржа, руководствуясь своими правилами аннулирует сделки.

Наиболее существенной проблемой в биржевой торговле является проблема исполнения сделок, то есть сможет ли покупатель заплатить за купленные ценные бумаги, на покупку которых он дал указание, или сможет ли продавец действительно представить ценные бумаги, в отношении которых он дал указание о продаже. Хотя биржа не может проверить каждого конкретного продавца и покупателя, она может и должна предъявлять жесткие требования как к профессионализму участников торгов, так и к их финансовому состоянию. Кроме того, гарантия исполнения сделок достигается за счет постоянно совершенствующейся системы клиринга и расчетов.

Гарантия исполнения сделок обеспечивается контролем за системой, обслуживающей биржу (уменьшение риска системы в связи с ее повреждением или цепного невыполнения финансовых условий).

Биржа должна обеспечивать постоянный контроль за содержанием своих внутренних систем коммуникаций, чтобы гарантировать их надежность и осуществлять надзор за финансовой дисциплиной своих членов – участников торгов, чтобы банкротство одного члена (участника) не повлекло за собой банкротство другого.

Гарантия исполнения сделок, заключенных на бирже, тесно связана с такой проблемой, как защита денег клиента. Самостоятельно решить эту проблему биржа не может, однако в своих правилах торговли она отмечает, что члены биржи, управляющие деньгами клиента, по которым еще не наступил срок платежа по сделке, должны хранить их отдельно от своих собственных основных денег. Правила торговли биржи могут включать требование, чтобы такие деньги были положены на отдельный инвестиционный счет в банке третьей стороны так, чтобы в случае неспособности фирмы-члены биржи выполнить свои собственные финансовые обязательства, она бы не смогла, даже не умышленно, использовать деньги клиента для такой цели. Система регулирования здесь чрезвычайно жесткая, и биржа должна проводить строго регулярные проверки правильности ведения учета операций и контроль ведения банковского счета (в основном ежедневно).

Седьмая задача биржи – разработка этических стандартов, кодекса поведения участников биржевой торговли. Для ее выполнения на бирже принимаются специальные соглашения, которые разрешают использование специфических слов и оговаривают соблюдение их строгой интерпретации: устанавливают место и способ торговли (биржевой зал, терминал, экран, телефон), а также время, в течение которого могут совершаться сделки; предъявляют определенные квалификационные требования к участникам торгов (обязательная сдача экзаменов для получения квалификационного аттестата или статуса).

Биржа должна контролировать разработанные ею стандарты и кодекс поведения, применять штрафные санкции вплоть до приостановки деятельности или лишения лицензии в случае их несоблюдения.

В зарубежной практике принято разрабатывать специальный свод деловых правил для биржи. В них излагаются основы общения с клиентами: что разрешено и что не разрешено в рекламе; извещение о подтверждении сделки – минимальный перечень деталей, о которых необходимо сообщить; телефонные разговоры – когда они разрешены и когда нет, и возможные темы разговоров; типы инвестиционных консультаций – доверительные, частные, профессиональные; услуги по оценке – какая минимальная информация должна быть предоставлена; качество консультаций – не вводящие в заблуждение обзоры, квалификация персонала, который в состоянии давать инвестиционные консультации; защита денег клиента – специальные правила и отдельные банковские счета; достаточность средств (капитала) – обеспечение капиталом потребностей фирмы для покрытия исполнения приказа; контроль за соблюдением правил торговли – независимые должностные лица, гарантирующие их соблюдение; документация клиентов и предоставление информации фирмой – проверка документации, подтверждающей права фирмы, и информации об услугах, предоставляемых брокерами; действия в отношении новой эмиссии – порядок подачи заявок клиентами; процедура обжалования – первоначальные и независимые действия, сообщения о случаях нарушения в регулирующий орган и многое другое.

Свод деловых правил и операционный кодекс должны снять многие вопросы, но для того, чтобы проконтролировать строгое соблюдение и в полном объеме довести до сведения фирм-членов эти правила и указания, биржа в дополнение осуществляет наблюдение за поведением участников торгов. Она гарантирует, что брокеры осведомлены о последних изменениях правил и корректируют свои действия соответствующим образом и что ожидаемые высокие стандарты не снижаются. Такое наблюдение позволяет выявить, не появились ли несоответствия в самих правилах или в их применении.

ГЛАВА 6

ЧЛЕНЫ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Фондовая биржа относится к числу закрытых бирж. Это означает, что торговать на ней ценными бумагами могут только ее члены. Кого же считают членом биржи? Чтобы ответить на этот вопрос, нужно вспомнить, что фондовая биржа - это не коммерческая организация. Поэтому в ее деятельности заинтересованы те, кто профессионально занимается ценными бумагами.

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

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

Так как члены бирж (в том числе Ереванской фондовой биржи) – ее акционеры, то их число ограничено. Оно определяется уставным фондом, количеством выпускаемых акций и тем их количеством, которым может владеть один член биржи. Такая практика характерна для большинства стран в мире. Поэтому прием новых членов биржи оговаривается уставом. В зарубежной практике можно встретить биржи, которые не ограничивают число ее членов. В этом случае право торговли предоставляется либо руководством биржи, либо уполномоченными государственными органами.

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

В зарубежной практике существуют биржи, которые выделяют разные категории членов фондовой биржи. Например, фирмы-члены Международной Лондонской фондовой биржи разбиваются на три категории.

 Первая наиболее важная. К ней относятся члены биржи, которые могут являться либо дилерами, либо брокерами, либо дилерами и брокерами одновременно. Если член биржи занимается брокерской деятельностью, он может зарегистрироваться на бирже в качестве формирователя рынка – «маркет-мейкера». Как правило, такие функции берут на себя только крупные фирмы. Основная их функция – активная покупка (продажа) ценных бумаг в установленный период времени, который называют обязательным периодом котировок. Формирователи рынка предлагают цены, по которым они хотели бы совершать сделки. Так как число формирователей достаточно велико, то между ними возникает конкуренция, что приводит к более обоснованным ценам на ценные бумаги. Формирователи рынка обязаны при котировке указывать два курса: цену спроса (покупателя) и цену предложения (продавца). Разница между курсами составляет *спрэд* или *курсовую разницу*.

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

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

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

Биржа дает возможность своим членам:

* Участвовать в общих собраниях биржи и управлении ее делами;
* Избирать и быть избранными в органы управления и контроля;
* Пользоваться имуществом биржи, имеющейся информацией и любыми услугами, которые она оказывает;
* Торговать в зале биржи как от своего имени и за свой счет (исполняя функции дилера), так и от имени и за счет клиента (исполнять функции брокера);
* Участвовать в разделе и получении оставшегося после ликвидации биржи имущества.

Вместе с тем биржа определяет и обязанности членов биржи. Они должны:

* Соблюдать устав биржи и другие внутрибиржевые нормативные документы;
* Вносить вклады и дополнительные взносы в порядке, размере и способами, предусмотренными уставом и нормативными документами;
* Оказывать бирже содействие в осуществлении ее деятельности.

# ГЛАВА 7

ОРГАНЫ УПРАВЛЕНИЯ БИРЖЕЙ

Чтобы фондовая биржа могла выполнять поставленные перед ней задачи, она должна иметь эффективную организационную структуру, которая могла бы обеспечить не только более низкие издержки, связанные с торговлей ценными бумагами, но и ликвидность рынка, достаточное число продавцов и покупателей, возможность получения участниками торгов необходимой и точной информации как о прошлых ценах и объемах заключенных сделок, так и текущих ценах продавца и покупателя, представленных объемах и видах ценных бумаг.

Организационная структура биржи должна также обеспечить доверие к ней со стороны ее членов, то есть она должна иметь демократически избранные органы управления.

Поэтому биржа рассматривается как саморегулируемая организация, действующая на принципах биржевого самоуправления. Это проявляется в том, что в рамках действующего законодательства биржа сама принимает решение об организации своего управления, что находит отражение в ее уставе.

Фондовые биржи создаются в форме некоммерческого партнерства. Поэтому ее органы управления делятся на общественную и стационарную структуры.

Общественная структура может быть представлена в виде следующей схемы (рис. 2).

Общее собрание членов биржи является ее высшим законодательным органом управления.

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


# Биржевой совет

 или совет директоров

Президиум биржевого совета

или совета директоров

Правление биржи

Рис. 2. Состав общественной структуры

К исключительной *компетенции общего собрания* относятся:

* Осуществление общего руководства биржей и биржевой торговлей;
* Определение целей и задач биржи, стратегия ее развития;
* Утверждение и внесение изменений во внутрибиржевые нормативные документы;
* Формирование выборных органов;
* Рассмотрение и утверждение бюджета биржи, годового баланса, счета прибылей и убытков, распределение прибыли;
* Прием новых членов биржи;
* Утверждение сметы расходов на содержание комитета (совета) и персонала биржи, в том числе определение условий оплаты труда должностных лиц биржи, ее филиалов и представительств;
* Принятие решения о прекращении деятельности биржи, назначение ликвидационной комиссии, утверждение ликвидационного баланса.

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

* Заслушивание и оценка отчетов правления;
* Внесение изменений в правила торговли на бирже;
* Подготовка решений общего собрания членов биржи;
* Установление размеров всех взносов, выплат, денежных и комиссионных сборов;
* Подготовка решения о приеме или исключении членов биржи;
* Руководство биржевыми торгами;
* Распоряжение имуществом биржи;
* Наем и увольнение персонала биржи и т.д.

Из состава совета формируется правление, которое осуществляет оперативное руководство биржей и представляет ее интересы в организациях и учреждениях.

Порядок действия биржевого совета и правления определяется уставом и может иметь различия на разных биржах.

Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью биржи осуществляет *ревизионная комиссия*, которая избирается общим собранием членов биржи одновременно с биржевым советом.

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

* Финансово-хозяйственную деятельность биржи, состояние ее счетов и достоверность бухгалтерской документации;
* Постановку и правильность оперативного, бухгалтерского и статистического учета и отчетности;
* Выполнение установленных смет, нормативов и лимитов;
* Своевременность и правильность платежей в бюджет;
* Своевременность и правильность отчислений и выплат;
* Соблюдение биржей и ее органами законодательных актов и инструкций, а также решений общих собраний членов биржи;
* Состояние кассы и фондов биржи.
* Ревизионная комиссия ведет проверки по:
* Поручению общего собрания членов биржи;
* Собственной инициативе;
* Требованию биржевого комитета и участников биржи, обладающих в совокупности более 10% голосов.

Ревизии проводятся не реже одного раза в год.

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

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

Стационарная структура фондовой биржи может быть представлена следующей схемой (рис. 3).

Стационарная структкра биржи необходима для ведения хозяйственной биржевой деятельности. От того, как осуществляют свою работу подразделения, составляющие стационарную структуру, во многом зависит эффективность работы биржи.

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

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


# Рис. 3. Состав стационарной структуры

 *Специализированные подразделения* делятся на коммерческие организации, такие, как расчетная палата, депозитарий и комиссии, наиболее важными из которых являются: арбитражная, котировальная, по приему в члены биржи, по правилам биржевой торговли и биржевой этике.

## ГЛАВА 8

ВЫЯВЛЕНИЕ БИРЖЕВОЙ ЦЕНЫ

 Биржевую котировку обычно рассматривают с двух точек зрения:

* Котировка – это процесс (механизм) выявления цены в процессе биржевого торга;
* Котировка – это обработка данных о ценах, которые были установлены в процессе биржевого торга, подготовка их для публикации в биржевых бюллетенях или сводках и представление участникам торгов.

Появление цены в процессе биржевого торга – результат взаимодействия зарегистрированных торговцев, таким образом, биржа лишь ее выявляет, объективно способствуя формированию цены.

Биржа концентрирует спрос и предложение на покупку и продажу ценных бумаг, определяет соотношение между текущим спросом и текущим предложением и в результате этого выявляется цена как выражения равновесия временного и относительного, но достаточного для осуществления той или иной сделки. Цена, по которой заключаются сделки и ценные бумаги переходят из рук в руки, называется курсом. Вот почему биржевые курсы используются в качестве ориентира при заключении сделок как в биржевом, так и во внебиржевом обороте.

Обычно в биржевых бюллетенях регистрируются не все цены сделок, а лишь предельные, наиболее полно характеризующие динамику цен в процессе биржевого дня.

Анализируя данные регистрации сделок и заявки инвесторов, котировальная комиссия определяет верхний и нижний пределы цен по видам ценных бумаг. При этом котировальная комиссия исключает не показательные для рыночной конъюктуры цены.

Биржевой ценой, которая включается в котировальный лист, на ведущих мировых биржах является цена закрытия или цена последней сделки.

Как способ установления цены применяют также фиксинг. Фиксинг – это состояние торгов, при котором объем заявок на продажу иностранной валюты становится равным объему заявок на ее покупку. Момент достижения фиксинга является моментом завершения торгов.

## ГЛАВА 9

## ВЕДУЩИЕ ФОНДОВЫЕ БИРЖИ МИРА

### США

 Основным звеном в биржевой системе США явлляется Нью-Йоркская фондовая биржа (New-York Stock Exchange). Она ведет свою историю с 1792г., когда 24 брокера подписали первое брокерское соглашение и тем самым создали первый организованный рынок ценных бумаг в Нью-Йорке.

 Нью-Йоркская Фондовая Биржа не является ни государственным учреждением, ни компанией. С 1972 г. биржа – это некоммерческая корпорация, объединяющая более 1300 членов. Членами биржи могут быть только физические лица (individuals), но если член биржи - совладелец фирмы, то вся фирма является членом биржи.

 Места (seats) на бирже продаются лицам, отвечающим строго определенным формальным требованиям. Примерно 1/3 мест на бирже арендована. В целом контингент членов биржи характеризуется стабильностью, что способствует высокому статусу биржи как одного из элитарных институтов США.

 На бирже обращаются ценные бумаги, отвечающие ряду требований (listing requirements). Требования листинга на Нью-Йоркской Фондовой Бирже считаются одними из самых жестких в мире:

* Компания должна иметь не более 2000 акционеров и 1 млн акций в обращении;
* Рыночная стоимость размещенных акций должна быть не менее 16 млн долл. США;
* Прибыль компании до выплаты налогов (pre-tax earnings) за последний финансовый год должна составлять не менее 2,5 млн долл. США и за каждый из двух предшествующих – не менее 2 млн долл. США.

На Нью-Йоркской Фондовой Бирже различают следующие категории членов:

1. Брокеры комиссионных домов (commission house brokers).

Эти члены биржи не имеют права вести операции за свой счет и только доставляют поручения клиентов в операционный зал (floor) так называемым специалистам.

1. Специалисты (specialists).

 Данные члены осуществляют операции в операционном зале, действуя одновременно в качестве дилеров (dealers) и в качестве агентов (brokers), то есть, с одной стороны, они действуют за свой собственный счет по купле-продаже ценных бумаг, а с другой -–являются брокерами для брокеров. Одна из главных их функций – обеспечить ликвидность акций в случае повышательной тенденции, покупку в случае – понижательной тенденции.

1. Брокеры торгового зала или двухдолларовые брокеры (floor brokers or “Two Dollar Brokers”).

 Это члены биржи, выполняющие поручения других брокеров, если те в силу каких-либо причин не могут выполнить приказ своего клиента. Обычно они взимают комиссионные за каждую сделку (ранее их ставка составляла 2 долл. За полный лот, откуда и пошло их жаргонное название).

1. Биржевые маклеры или зарегистрированные маклеры (cjmpetitive traders or registered traders).

 Данная группа членов биржи осуществляет операции за свой счет или выполняет поручения, в которых она имеет долю участия.

1. Облигационные брокеры (bond brokers, bond members).

 Эти члены биржи заключают сделки исключительно с облигациями.

1. Ассоциированные члены (allied members).

 К ним относятся лица, допускающиеся в операционный зал биржи, но не имеющие права совершать сделки (директора, управляющие и другие представители фирм – членов биржи).

 Полный лот на НЙФБ составляет 100 акций.

### Западная Европа

 К характерным чертам фондовых бирж Западной Европы можно отнести их традиционность и многоликость.

Европейские системы, в отличие от североамериканских, не знают системы так называемых специалистов, монополизирующих операции с ценными бумагами кокретной компании. В Европе используются другие модели биржевого рынка – традиционная аукционная в континентальной Европе и дилерская в Великобритании.

Главные действующие лица на бирже первой модели – посредники – формируют единые цены, по которым в течение дня может быть реализована основная масса сделанных им заказов.

Суть дилерской модели: продавать и покупать ценные бумаги конкретной компании на свои средства могут несколько конкурирующих дилеров. Соответственно курсы ценных бумаг могут колебаться в течение дня.

 Еще одна особенность европейских бирж – их большая тяга к интернационализации рынка ценных бумаг. Данный процесс идет по двум направлениям: путем продажи мест на европейских биржах иностранным брокерским фирмам и путем внесения в список зарегистрированных на бирже предприятий иностранных компений.

### Англия

 Характерной чертой британской системы фондовых бирж является ее высокая степень концентрации. В Великобритании функционируют 22 биржи.

Главной фондовой биржей Великобритании является Лондонская Международная Фондовая Биржа. Ее члены делятся на 4 группы:

* Брокерско-дилерские фирмы, основная функция которых – исполнение поручений инвесторов на куплю-продажу ценных бумаг, хотя они совершают сделки и за собственный счет;
* Маркет-мейкеры – члены биржи, котирующие определенные ценные бумаги в течение рабочего дня;
* Брокеры дилеров выступают посредниками между маркет-мейкерами по гилтам;
* Денежные брокеры фондовой биржи, имеющие право предоставлять взаймы другим членам биржи денежные средства и ценные бумаги.

На данной бирже торговля осуществляется на четырех рынках:

* Внутренних акций;
* Иностанных акций;
* Британских правительственных облигаций, а также внутренних и иностранных бумаг с фиксированным процентом;
* Продажных опционов.

На ЛМФБ торги в основном осуществляются компьютеризированной системой «TALISMAN».

### Франция

 Парижская Фондовая Биржа является основной фондовой биржей во Франции.

На бирже существуют три частичных рынка ценных бумаг:

* Официальный рынок;
* Внебиржевой свободный рынок;
* Вторичный рынок.

### Германия

Главной фондовой биржей является Франкфуртская Фондовая Биржа.

Члены биржи делятся на три категории:

* Банки, являющиеся основными игроками на бирже;
* Официальные курсовые маклеры; они принимают заявки на покупку и продажу ценных бумаг и определяют их курс;
* Свободнгые маклеры.

#### **Швейцария**

Биржа в Цюрихе – частноправное учреждение, объединяющее банки. В большой мере регулируется государством. Условия для котировки чрезвычайно строги.

### Голландия

Фондовая биржа в Амстердпме – единственная в Голландии. На данной бирже оборот ценных бумаг происходит на трех рынках:

* Официальном рынке;
* Параллельном рынке;
* Неофициальном рынке.

### Япония

 Главной японской фондовой биржей является Токийская Фондовая Биржа. На ней действуют два типа членов: действительные члены и члены «saitori». Действительные члены могут заключать следующие сделки с ценными бумагами:

1. покупку и продажу ценных бумаг за свой счет;
2. покупку и продажу ценных бумаг по поручению и за счет клиентов;
3. консорциональные сделки в случае новых эмиссий ценных бумаг;
4. размещение новых эмиссий с гарантией принятия непроданных ценных бумаг.

##### Члены «saitori» действуют как посредники между действительными членами, выполняя их поручения и не действуя за собственный счет. Их основная задача – определение курса ценных бумаг, причем каждый из этих членов работает с определенным видом ценных бумаг.