

# **РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ (ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ)**

ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ  
ГОСУДАРСТВЕННОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ  
ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ  
ВОЛГОГРАДСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ  
**КАМЫШИНСКИЙ ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ (ФИЛИАЛ)**  
ВОЛГОГРАДСКОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ТЕХНИЧЕСКОГО УНИВЕРСИТЕТА

А. Е. Гаврилов, В. А. Логинова, Ю.А. Баянова, Т. А. Смелова

# **РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ (ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ)**

*Учебное пособие*

РПК «Политехник»  
Волгоград  
2006

ББК 65.264 я-73  
Р 95

Авторы: А. Е. Гаврилов (введение, гл. 4); В. А. Логинова (гл. 1, 2, 7);  
Ю. А. Баянова (гл. 3); Т. А. Смелова (гл. 5)

Рецензенты: Т. М. Садыкова, С. В. Угроватов

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ (ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ): Учеб. пособие / Гаврилов А. Е., Логинова В. А. Баянова Ю. А., Смелова Т. А. / ВолгГТУ, Волгоград, 2006. – 170 с.

ISBN 5-230-04862-X

Рассматриваются фундаментальные понятия фондового рынка, излагаются основы организации биржевой торговли, представлены графические и количественные методы технического анализа. Предлагаются контрольные вопросы и тестовые задания.

Предназначено для студентов направлений 521600 (080100.62) «Экономика», 521500 (080500.62), «Менеджмент», специальностей 060500 (080109.65) «Бухгалтерский учет, анализ и аудит», 061100 (080507.65) «Менеджмент организации», 0602 (080501) «Менеджмент (по отраслям)».

Ил. 31. Табл. 17. Библиогр.: 72 назв.

Печатается по решению редакционно-издательского совета  
Волгоградского государственного технического университета

ISBN 5-230-04862-X

© Волгоградский  
государственный  
технический  
университет, 2006

Андрей Евгеньевич Гаврилов  
Вера Александровна Логинова  
Юлия Александровна Баянова  
Татьяна Алексеевна Смелова

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ (ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ)

*Учебное пособие*

Под редакцией авторов  
Темплан 2006 г., поз. № 36.  
Подписано в печать 27. 12. 2006 г. Формат 60×84 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>.  
Бумага листовая. Печать ризографическая.  
Усл. печ. л. 10. 63 Усл. авт. л. 10,44  
Тираж 100 экз. Заказ

Волгоградский государственный технический университет  
400131 Волгоград, просп. Им. В.И. Ленина, 28.  
РПК «Политехник»  
Волгоградского государственного технического университета  
400131 Волгоград, ул. Советская, 35.

## **Введение**

В учебном пособии раскрыты основные понятия, связанные с рынком ценных бумаг, дана их классификация, рассмотрен механизм функционирования с учетом существующей законодательной базы.

Подробно изложены методы фундаментального и технического анализа ценных бумаг и исчисления доходности по ним. Особое значение уделено содержанию и организации брокерско-дилерской, расчетно-клиринговой, депозитарной деятельности по управлению ценными бумагами. Раскрыты также проблемы и методы управления инвестиционным портфелем.

Учебное пособие посвящено анализу основных тенденций развития рынка ценных бумаг России. Рассматривается широкий круг вопросов, связанных с выпуском и обращением различных видов ценных бумаг, а также с системой их государственного регулирования. В частности рассмотрена инфраструктура рынка ценных бумаг.

Пособие предназначено для студентов, аспирантов и преподавателей экономических вузов, а также практических работников, занятых в сфере кредита, финансов и ценных бумаг.

# 1. Фондовая биржа

## 1.1. История бирж

Возникновение фондовых бирж относится к 16–17 вв., характеризующимися первоначальным накоплением капитала и появлением акционерных обществ. Этими обществами были морские торговые компании, которые работали на основе свободного сбора капитала для организации коммерческих экспедиций. Взносы вкладчиков возвращались после каждого плавания с процентами от прибыли, полученной в результате продажи привезенного товара.

Само название «биржа» произошло от имени купеческого семейства Ван дер Бурсе (Van der Burse). В городе Брюгге на площади перед домом именно этого семейства, украшенным фамильным гербом с изображением трех кожаных мешков-кошельков, и проходили одни из первых вексельных торгов.

Первая биржа, на которой осуществлялась торговля ценными бумагами, появилась в Антверпене в 1531 г. Здесь проводились и товарные операции. Однако данная биржа просуществовала недолго, закрывшись в конце 16 в.

Старейшей фондовой биржей мира, которая существует и в настоящее время, является Амстердамская фондовая биржа, созданная в 1611 г. Эта биржа была универсальной, т.е. на ней заключались сделки, связанные как с поставкой товара, так и с ценными бумагами. Регулярные торги длительное время обеспечивали лишь акции Объединенной Ост-Индской компании – первой акционерной компании в Нидерландах. Но к середине XVIII столетия на Амстердамской бирже обращалось уже 44 вида ценных бумаг.

Во второй половине 18 в. начали возникать фондовые биржи в Великобритании, что было обусловлено необходимостью привлечения капитала для крупных компаний, создаваемых в форме акционерных обществ. Первая специализированная фондовая биржа была основана в 1773 г. в Лондоне. Лондонские брокеры, осуществлявшие операции с различными финансовыми инструментами в кофейне Джонатана в Сити, в районе Королевской биржи (Royal Exchange) и улицы Треднидл, арендовали для своих встреч специальное помещение, впервые названное фондовой биржей – Stock Exchange.

В дальнейшем фондовые биржи получили бурное развитие в связи с возникновением промышленного производства и необходимостью аккумуляции значительных финансовых ресурсов для осуществления крупномасштабных проектов. Но, несмотря на историческую роль Европы, наибольший вклад в развитие системы биржевых торгов до их сегодняшнего уровня, безусловно, внесла Нью-йоркская фондовая биржа. Возникшая в 1792 г. на Уолл-Стрит, она, как и сами Соединенные Штаты, развивалась фантастическими темпами и вошла в 20 век, диктуя

всему миру финансовую моду. В последующие 100 лет центр мировых финансов уже прочно обосновался на Уолл-Стрит, где сейчас в один только день из рук в руки переходит более миллиарда акций.

Дореволюционная Россия в историческом развитии финансовых рынков традиционно отставала от Европы. Первая официальная биржа открылась лишь в 1703 г. в Санкт-Петербурге. Вслед за ней появилась биржа в Одессе, а после присоединения Царства Польского в 1816 году была открыта биржа в Варшаве. Первые торги оказались неэффективными, поскольку создание биржи произошло исключительно по воле и желанию Петра I. Торговый и промышленный капиталы еще не нуждались в такой форме перераспределения. Поэтому до XIX века биржи в России носили исключительно товарный характер. Первые сделки с ценными бумагами состоялись только в 1810 г. Как и в Европе, это были бумаги правительственных займов. Еще через двадцать лет началась торговля акциями. В 1835 году выходит в свет первый российский закон о фондовом рынке – “Правила о компаниях на акциях”. А в 1859 г. происходит первый биржевой крах, вызванный поражением России в Крымской войне. После 1859 года фондовая торговля существовала в виде сделок с векселями и государственными ценными бумагами. Основной причиной прекращения торговли акциями была их низкая ликвидность<sup>1</sup>.

В 60-х г.г. 19 века с появлением первых железнодорожных компаний активная биржевая торговля возобновилась. Российский рынок становился все более цивилизованным. Были введены строгие правила проведения торгов, утвержден Устав биржи, организован институт маклерства. Фондовый отдел биржи напрямую подчинялся министру финансов. Биржа становилась центром концентрации капитала, центром вложения денег в промышленность, транспорт, торговлю, строительство и другие отрасли. Эти факторы способствовали бы процветанию крепчайшего отечественного капитализма, но Первая мировая война, а затем и результаты революции 1917 г. привели к тому, что из ценных бумаг, доступных населению, на долгое время остались лишь облигации выигрышного займа.

Новейшая история фондового рынка России начинается с 1 августа 1990 г., когда были проведены первые организованные торги акциями предприятий на Московской центральной фондовой бирже (МЦФБ).

23 сентября 1990 г. – началась торговля корпоративными ценными бумагами на Ленинградской товарно-фондовой бирже “Санкт–Петербург”.

1 октября 1992 г. – на Российской товарно-сырьевой бирже проходят первые торги ваучерами.

15 мая 1994 г. – создана Профессиональная ассоциация участников фондового рынка (ПАУФОР).

---

<sup>1</sup> Ликвидность ценных бумаг на бирже означает быстрое обращение их в деньги.

8 ноября 1994 г. – опубликован Указ президента РФ, предусматривающий создание Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ).

Декабрь 1994 г.– участники ПАУФОР принимают единые правила торговли; торги ведутся через информационную систему “Портал”, позволяющую видеть отдельные заявки, но не контролирующие цены прошедших сделок.

5 июля 1995 г. – проходят первые торги в Российской торговой системе (РТС), позволяющей профессиональным участникам видеть реальные цены прошедших сделок.

1 сентября 1995 г. – начат расчет индекса РТС.

30 ноября 1995 г. – организуется Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР).

Начало 1997 г. – первый инвестиционный бум на российском фондовом рынке – за первые два месяца года цены на акции выросли в 1,5 раза, а к концу лета почти на 300 процентов.

20 февраля 1997 г.– создана Московская фондовая биржа (МФБ).

25 марта 1997 г. – начались торги корпоративными ценными бумагами в фондовой секции Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ).

27 октября 1997 г. – первый серьезный обвал на “новейшем” российском рынке ценных бумаг в связи с кризисом на мировом фондовом рынке; впервые в недолгой истории торги на российском рынке ценных бумаг приостановлены.

Октябрь 1998 г. – в обстановке дефолта цены на российские акции достигли исторического минимума, индекс РТС опустился до 38 пунктов.

Апрель 2000 г. – ММВБ объявляет о введении в эксплуатацию Интернет–шлюза, результатом чего стал приток на рынок частных инвесторов. Оборот фондовой секции ММВБ превысил оборот РТС.

Сейчас в России насчитывается 11 фондовых бирж.

Однако реальные торги ценными бумагами происходят только на пяти биржах:

- Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ);
- Российская Торговая Система (РТС);
- Московская фондовая биржа (МФБ);
- Санкт-Петербургская валютная биржа (СПВБ);
- Фондовая биржа “Санкт-Петербург” (ФБ СПб).

Причем ММВБ на сегодняшний день является крупнейшей биржей в России, странах СНГ и Восточной Европы (совокупный объем торгов в 2005 г. – 925 млрд. долларов, среднечасовой объем сделок – 3,7 млрд. долларов).

Биржа организует торги валютой, валютными фьючерсами, ценными бумагами и срочными контрактами. ММВБ – единственная биржа в Рос-

сии, на которой обращаются государственные облигации РФ (ГКО-ОФЗ). В рамках Группы ММВБ действует ЗАО “Фондовая биржа ММВБ” – ведущая фондовая площадка, на которой ежедневно идут торги по акциям около 170 российских эмитентов, включая “голубые фишки” – ОАО “Газпром”, ОАО “Лукойл”, ОАО “Сургутнефтегаз”, ОАО “Сбербанк России”, РАО “ЕЭС России”, ОАО “ГМК Норильский никель”, ОАО “МТС”, ОАО “Татнефть”, ОАО “Новатэк” и др. – с общей капитализацией более 500 млрд. долларов. В состав участников торгов ФБ ММВБ входят около 550 организаций – профессиональных участников рынка ценных бумаг, клиентами которых являются более 130 тысяч инвесторов. Объем торгов фондовой секции биржи составляет более 80 процентов совокупного оборота ведущих биржевых площадок на российском рынке. Торги проводятся в электронной форме на базе современной торгово-депозитарной системы, к которой подключены региональные торговые площадки и удаленные терминалы.

Расчеты по биржевым сделкам осуществляются по принципу “поставка против платежа” через специализированные организации – Расчетную палату ММВБ и Национальный депозитарный центр (НДЦ).

К торгам на ММВБ предоставляют доступ региональные биржи:

- Санкт-Петербургская валютная биржа (СПВБ);
- Ростовская валютно-фондовая биржа (РВФБ);
- Уральская региональная валютная биржа (УРВБ);
- Самарская валютная межбанковская биржа (СВМБ);
- Нижегородская валютно-фондовая биржа (НВФБ);
- Сибирская межбанковская валютная биржа (СМВБ);
- Азиатско-Тихоокеанская межбанковская валютная биржа (АТМВБ).

Второй крупной биржевой площадкой после ММВБ является Фондовая биржа РТС (Российская Торговая Система). До кризиса 1998г. РТС была основной биржей, организующей торги акциями российских эмитентов. Сегодня торги акциями происходят на Классическом рынке РТС, в том числе за валюту, и на Биржевом рынке РТС. На биржу РТС возможен доступ через Интернет. Сейчас РТС – это главная срочная биржа (фондовые фьючерсы и опционы). Торговля срочными контрактами осуществляется в секции РТС FORTS.

Кроме торговли акциями и срочными контрактами РТС предоставляет частникам фондового рынка работу в секциях: РТС Board – индикативное котирование ценных бумаг, не допущенных к обращению в Торговой системе РТС и валютной секции RTS Money – торговля контрактами на доллар и евро.

РТС предоставляет доступ к торгам акциями “Газпрома” на фондовой бирже “Санкт-Петербург” С 2002 года на бирже обращаются российские еврооблигации.

### **Московская фондовая биржа (МФБ).**

Отличительной особенностью МФБ является то, что на ней, в отличие от ММВБ и РТС, обращаются акции ОАО “Газпром”. Также биржа организует торги некоторыми наиболее ликвидными российскими акциями. В последнее время МФБ теряет свой потенциал как одной из основных фондовых бирж.

### **Санкт-Петербургская валютная биржа (СПВБ).**

Основные торги ведутся по субфедеральным облигациям г. Санкт-Петербург, которые являются наиболее ликвидными из облигаций, выпущенных субъектами Российской Федерации. Биржа организует торги несколькими относительно ликвидными российскими акциями и облигациями.

### **Фондовая биржа Санкт-Петербург (ФБ СПб).**

На бирже обращаются акции ОАО “Газпром”. Как и СПВБ, организует торги облигациями г. Санкт-Петербург. Ведется торговля некоторыми относительно ликвидными российскими акциями. (доступ к торгам “Газпромом” на ФБ СПб осуществляет биржа РТС).

### **Екатеринбургская фондовая биржа (ЕФБ).**

На бирже обращаются акции ОАО “Газпром”, ОАО “РАО ЕЭС”, ОАО “Лукойл”, ОАО “Сургутнефтегаз” и несколько ценных бумаг региональных эмитентов. **Сибирская межбанковская валютная биржа (СМВБ).**

Биржа предоставляет доступ к торгам в секциях государственных ценных бумаг и корпоративных ценных бумаг ММВБ. Является разработчиком популярной системы Интернет-трейдинга QUIK.

### **Нижегородская валютно-фондовая биржа (НВФБ).**

Предоставляет доступ к торгам государственными и корпоративными ценными бумагами на ММВБ. Является разработчиком популярной системы Интернет-трейдинга ИТС-Брокер.

## **1.2. Понятие, функции и организационные основы деятельности фондовой биржи**

Пройдя первичное размещение, ценные бумаги попадают либо на фондовую биржу, либо на внебиржевой рынок, где происходит их вторичное обращение. Особенное значение в настоящее время приобретает биржевая торговля. Биржевые торговые площадки являются ценообразующим инструментом фондового рынка. Это обусловлено гласностью совершаемых сделок и доступностью информации об этих сделках. Всего в мире около 200 бирж более чем в 60 странах. В Северной Америке – 15, Европе – более 100, Центральной и Южной Америке – 20, Африка, Австралия, Азия – остальное. В Международную Федеральную Фондовую биржу (МФФБ) в Париже входит 31 биржа. Крупнейшими являются сле-

дующие: Нью-Йоркская, Лондонская, Токийская, Франкфуртская, Тайваньская, Сеульская, Цюрихская, Парижская, Гонконгская биржа.

Биржевая торговля проводится в специально оборудованном помещении по строгому графику в течение биржевых (торговых) сессий и по жестким правилам, установленным биржей, которые обязательны для исполнения участниками торгов. Биржи централизуют торговлю по каждому виду ценных бумаг. На бирже определяется рыночный курс ценной бумаги в соответствии с текущим спросом и предложением. Каждая заявка на покупку сверяется с каждой заявкой на продажу ценных бумаг на предмет совпадения цены и других условий, чтобы максимальное число продавцов и покупателей смогли заключить сделки по желаемой цене.

Классификация бирж осуществляется по различным критериям. Основные критерии классификации приведены в табл. 1.

*Таблица 1*

### **Классификация бирж**

Признак классификации	Виды бирж	Примечание
вид биржевого товара	товарные (товарно-сырьевые) биржи	формируют оптовый рынок продукции производственного или потребительского назначения (зерно, кофе, какао, сахар, нефть и т.д.). Могут иметь филиалы и другие обособленные подразделения.
	фондовые биржи	организуют торговлю ценных бумаг (акции, облигации, варранты, производные ценные бумаги).
	валютные биржи	создаются для организации и обслуживания рынка иностранной валюты. Жестко контролируются со стороны государства (в лице ЦБ). Торговля валютой обычно объединяется с торговлей ценными бумагами и проводится на фондовых биржах.
принцип организации (роль государства в создании бирж);	публично-правовые биржи	контролируются государством и создаются на основе Закона о биржах. Членом такой биржи может стать любой предприниматель данного района, занесенный в торговый реестр и имеющий определенный размер оборота. Такие биржи распространены в Европе (Франции, Бельгии, Голландии).
	частно-правовые	на биржи открыт доступ только узкому кругу лиц, входящих в биржевую корпорацию. Число членов такой биржи ограничено (распространены в Англии и США).

Окончание табл. 1

Признак классификации	Виды бирж	Примечание
	смешанные биржи	в руках государства находится часть акций биржи (если она создана в форме акционерного общества), что дает ему право контролировать деятельность. Наибольшее распространение получили среди фондовых бирж. Характерны для континентальной Европы.
форма участия в торгах	открытые биржи	кроме постоянных членов и биржевых посредников могут принимать участие и посетители.
	закрытые биржи	в торгах принимают участие только члены биржи, выполняющие роль посредников, поэтому доступ непосредственных покупателей и продавцов в биржевой зал закрыт.
в зависимости от места и роли в организации рынка	региональные биржи	действуют в пределах одного региона
	национальные биржи	действуют в пределах одного отдельно взятого государства, учитывают особенности развития производства, обращения и потребления товаров, присущие данной стране.
	международные биржи	обслуживают конкретные мировые товарные и фондовые рынки. В работе участвуют представители деловых кругов разных стран. Отличительные особенности: обеспечение свободного перевода прибыли, получаемой по биржевым операциям и заключение сделок, дающих возможность получения прибыли на разнице котировальных цен на биржах разных стран.

Фондовые биржи играют для рынка ценных бумаг важную системообразующую функцию, объединяя все виды организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на фондовом рынке. Фондовые биржи представляют собой место, где:

- встречаются интересы покупателей и продавцов, представленные в виде заявок на покупку и продажу ценных бумаг;
- эти интересы фиксируются посредством заключения сделок в торговой системе;
- эти интересы реализуются путем определения (клиринговые центры) и выполнения (банки и депозитарии) взаимных обязательств контрагентов сделки с последующей фиксацией права собственности на ценные бумаги.

На рис. 1. представлена взаимосвязь профессиональных участников фондового рынка в процессе организации торговли ценными бумагами.

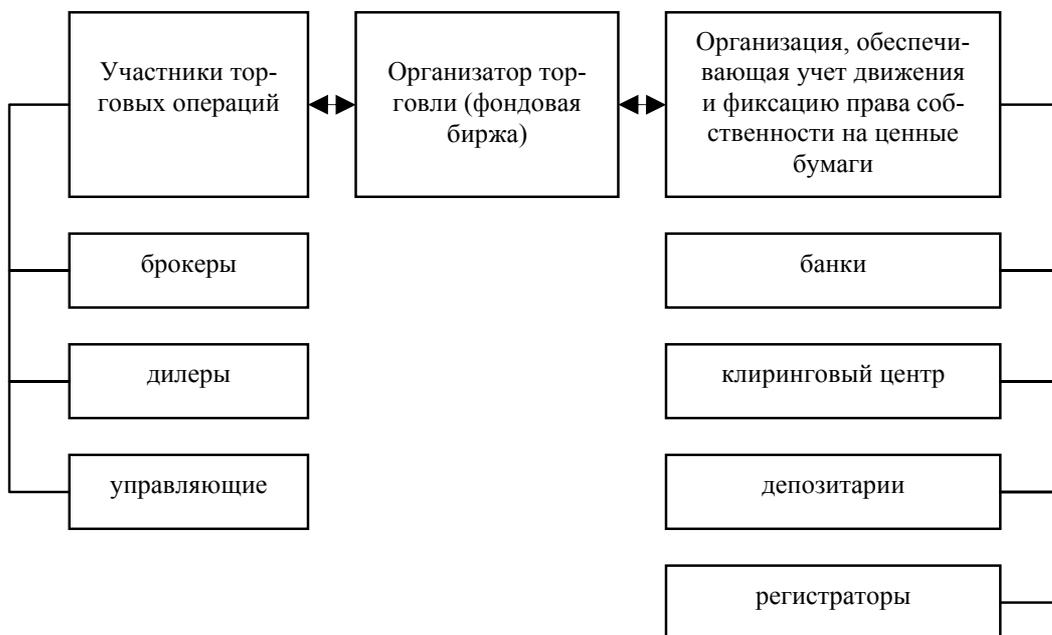


Рис. 1. Роль фондовой биржи для рынка ценных бумаг

Согласно действующему российскому законодательству фондовая биржа относится к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, организующим их куплю-продажу.

Фондовая биржа представляет собой организованный рынок, где в соответствии с полученной от ФСФР (для нашей страны) лицензией и установленными самой биржей правилами, осуществляется торговля ценными бумагами<sup>2</sup>.

Фондовая биржа не может совмещать деятельность по организации торговли ценными бумагами с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, кроме депозитарной и клиринговой (таблица 2). Также не допускается сочетание деятельности в качестве фондовой биржи с деятельностью в качестве организатора внебиржевой торговли.

<sup>2</sup> Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" ст.11 п.1

Фондовые отделы других (товарных и валютных) бирж приравнены к фондовым биржам, поэтому в своей деятельности не отличаются от последних.

“Фондовая биржа организует торговлю только между членами биржи. Другие участники рынка ценных бумаг могут совершать операции на бирже исключительно через посредничество членов биржи”.<sup>3</sup>

Таблица 2

**Совмещение профессиональных видов деятельности  
на рынке ценных бумаг**

Вид деятельности	Брокерская	Дилерская	Доверительное	Клиринговая	Депозитарная	Регистратор-	Организация
Брокерская			+				-
Дилерская			+				-
Доверительное управление			+				-
Клиринговая			-				+
Депозитарная			+				+
Регистраторская			-				-
Организация торговли ценными бума-			-				+

<sup>3</sup> Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" ст.11 п. 4.

гами							
------	--	--	--	--	--	--	--

### **Признаки классической фондовой биржи:**

- это централизованный рынок, с фиксированным местом торговли, т.е. наличием торговой площадки;
- на данном рынке существует процедура отбора наилучших товаров (ценных бумаг), отвечающих определенным требованиям (финансовая устойчивость и крупные размеры эмитента, массовость ценной бумаги, как однородного и стандартного товара, массовость спроса и т.д.);
- существование процедуры отбора лучших операторов рынка в качестве членов биржи;
- наличие временного регламента торговли ценными бумагами и стандартных торговых процедур;
- централизация регистрации сделок и расчетов по ним;
- установление официальных (биржевых) котировок;
- надзор за членами биржи (с позиций их финансовой устойчивости, безопасного ведения бизнеса и соблюдения этики фондового рынка).

Образование фондовых бирж преследует достижение определенных целей:

1. Создание специализированного места, оснащенного необходимыми техническими средствами для проведения регулярных торговых операций.

Для организации торгов биржа должна располагать хорошо оборудованным биржевым залом, который мог бы вмещать достаточно большое количество продавцов и покупателей, ведущих открытый биржевой торг. В случае организации торгов через компьютерные терминалы биржа должна обеспечить высокоэффективную систему электронной торговли.

Материально-техническое обеспечение торгов включает оборудование биржевого зала, рабочих мест участников торгов, компьютерное обеспечение всех процессов на бирже.

2. Оценка качества ценных бумаг эмитентов и допуск к биржевой торговле только высоконадежных ценных бумаг.

Биржа гарантирует надежность ценных бумаг, которые котируются на ней, так как к обращению допускаются только ценные бумаги, прошедшие листинг, т.е. соответствуют предъявляемым требованиям.

3. Ведение котировок ценных бумаг и установление равновесной цены.

Реализация этой цели возможна 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 стоимо-

сти (цены) конкретных ценных бумаг. Концентрация спроса и предложения на бирже, заключение большого количества сделок исключают влияние нерыночных факторов на цену, делают ее максимально приближенной к реальному спросу и предложению. Биржевая цена устанавливается в процессе ее котировки. Под котировкой понимают фиксирование цен на бирже в течение каждого дня ее работы: регистрацию курса валюты или ценных бумаг, цены биржевых товаров.

4. Создание организованного рынка ценных бумаг, на котором действия участников регулируются правилами и стандартами, установленными биржей. На бирже разрабатываются этические стандарты, кодекс поведения участников биржевой торговли, принимаются специальные соглашения, устанавливающие место и способ торговли (биржевой зал, терминал, экран, телефон), а также время, в течение которого могут совершаться сделки; предъявляют определённые 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.

5. Обеспечение гарантий исполнения сделок по ценным бумагам, поставки ценных бумаг и взаимных расчетов. Достигается с помощью биржевых систем клиринга. Для этого биржа использует систему безналичных расчетов, зачет взаимных требований и обязательств участников торгов, а также организует их исполнение.

6. Обеспечение информационной открытости и прозрачности фондового рынка для всех участников. Биржа представляет в средства массовой информации многочисленные данные о биржевых ценах, компаниях, торгующих на бирже, о рыночной конъюнктуре, прогнозам по различным рынкам и т.д. Информационная деятельность современной биржи настолько значительна, что до 30 процентов своих доходов в развитых странах биржи получают от продажи биржевой информации.

### **Организационный механизм фондовой биржи.**

В международной практике организационно-правовые формы бирж варьируют от полугосударственного института (Франкфуртская биржа) – к товариществу и корпорации (Лондонская и Сиднейская биржи) – до некоммерческой организации (Токийская биржа).

В соответствии с российским законодательством фондовая биржа может быть создана в форме некоммерческого партнерства или акционерного общества. Фондовые биржи, выступающие в роли некоммерческого партнерства, могут преобразоваться в акционерные общества.

Фондовая биржа, являющаяся некоммерческой организацией, не преследует цели получения собственной прибыли, основана на самокупаемости и не выплачивает доходов от своей деятельности своим членам. В этом качестве биржа должна обеспечить равенство всех участников на рынке и равный доступ к нему, информационную прозрачность рынка, честность и справедливость ценообразования, отсутствие нечестных торговых практик, мониторинг и регулирование рынка и надзор за участниками с тем, чтобы уменьшить риски рынка и обеспечить его ликвидность. Соответственно, платежи, которые вносят участники (создатели биржи), должны только покрывать затраты на ее содержание и развитие, при этом издержки, которые несут участники рынка на его поддержание, должны быть минимальными (биржа не должна получать и распределять прибыль). Для участников рынка биржа – инструментарий, форма, дающая возможность выполнять свои функции по перераспределению денежных ресурсов.

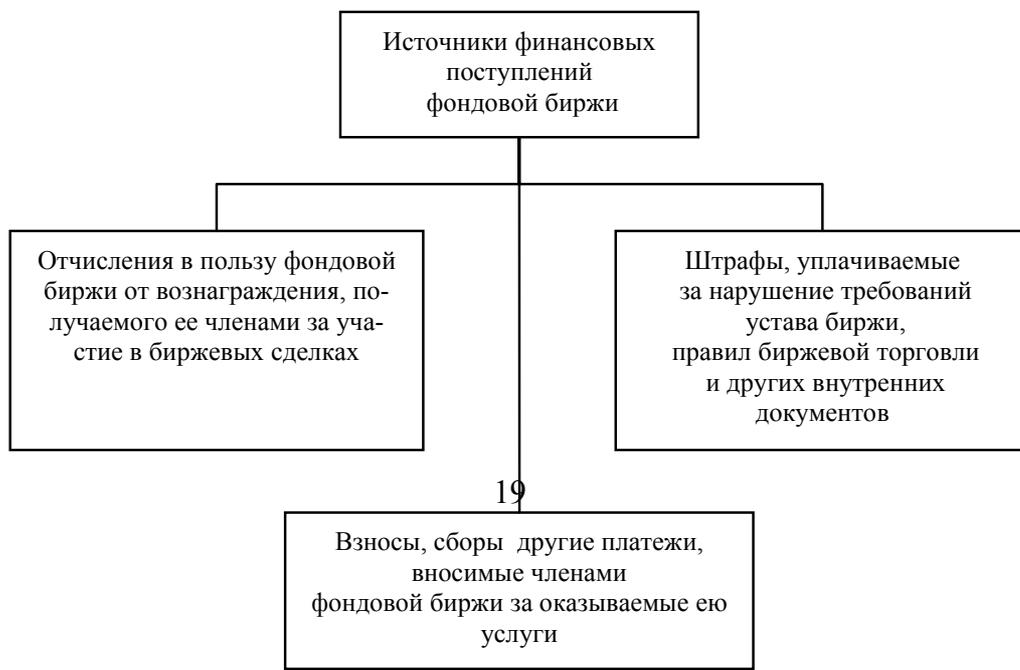
Фондовая биржа, организованная в форме акционерного общества распределяет полученную прибыль в качестве дивидендов.

Источники доходов фондовой биржи представлены на рис. 2.

Размеры и порядок взимания всех платежей, вносимых членами биржи, фондовая биржа устанавливает самостоятельно. В то же время биржа не вправе устанавливать размеры вознаграждения, взимаемого ее членами за совершение биржевых сделок.

И в международной и в российской практике биржи функционируют в группе дочерних компаний и структур, выполняющих вспомогательные функции. Создание при бирже дочерних юридических лиц используется для следующих целей:

- организация отдельных торговых площадок (фьючерсные рынки и т.д.);
- создание клирингово–расчетных и депозитарных организаций;
- удаления “за рамки” биржи коммерческих операций и услуг, не соответствующих неприбыльному статусу фондовой биржи.



*Рис. 2. Источники доходов фондовой биржи*

**К российской бирже предъявляют следующие требования:**

- минимальный уставный капитал – 3 млн. руб.;
- членами могут быть только инвестиционные институты и государственные исполнительные органы, в основные задачи которых входят операции с ценными бумагами;
- должна получить лицензию на деятельность в качестве фондовой биржи;
- не может действовать в качестве инвестиционного института;
- не вправе выпускать ценные бумаги за исключением собственных акций;
- не допускается неравноправное членство, временное членство и сдача брокерских мест в аренду;
- наделяется определенными регулируемыми правами (требования к инвестиционным институтам, квалификационные права допуска).

Фондовые отделы товарных и валютных бирж являются самостоятельными структурными подразделениями с обособленным балансом. Все требования, предъявляемые к фондовой бирже, за исключением ее статуса как акционерного общества, действительны и для фондовых отделов.

Выдача лицензии на осуществление деятельности фондовой биржи производится Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) в соответствии с требованиями, предъявляемыми к организаторам торговли ценными бумагами. За выдачу лицензии взимается единовременный сбор в размере 1000 размеров МРОТ. Минимальный собственный капитал организатора торговли должен составлять не менее 200 000 МРОТ.

**Основаниями для отказа в выдаче лицензии являются<sup>4</sup>:**

- наличие в представленных документах недостоверной или искаженной информации;
- несоответствие представленных документов требованиям законодательства Российской Федерации;

---

<sup>4</sup> Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 16 марта 2005 г. N 05-3/пз-н "Об утверждении Порядка лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг"

– несоответствие представленных документов и содержащихся в них сведений лицензионным требованиям и условиям, предъявляемым к организаторам торговли.

**Основаниями для аннулирования выданной лицензии являются:**

– ликвидация организатора торговли или признание его банкротом;  
– осуществление организатором торговли неразрешенных видов деятельности;

– неоднократное и грубое нарушение требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, внутренних документов, регламентирующих деятельность организатора торговли, и сроков устранения нарушений, явившихся основанием для приостановления действия лицензии;

– истечение срока действия выданной организатору торговли лицензии;

– неосуществление профессиональной деятельности в течение шести месяцев;

– заявление организатора торговли об аннулировании лицензии.

К должностным лицам организаторов торговли на рынке ценных бумаг устанавливаются определенные квалификационные требования. Обязательной аттестации подлежат следующие категории руководителей и служащих организаторов торговли:

– исполнительные директора организатора торговли;

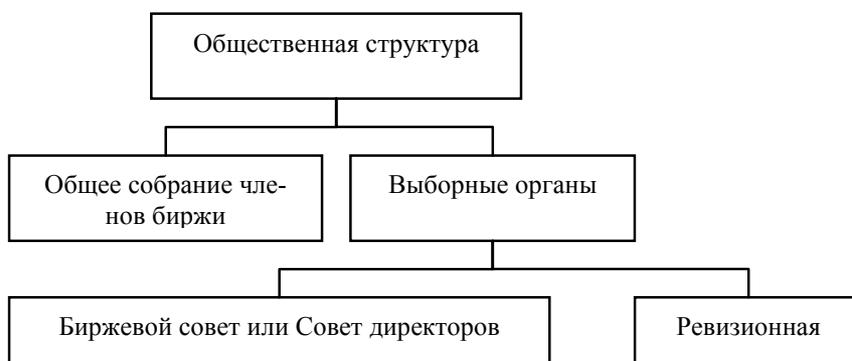
– руководители комитетов и подразделений, непосредственно обеспечивающих соблюдение и контроль за соблюдением правил организатора торговли, правил листинга и делистинга ценных бумаг, правил раскрытия информации организатора торговли;

– служащие организатора торговли, работающие в торговом зале или занятые поддержанием компьютерных систем.

Должностные лица и служащие организатора торговли не могут быть акционерами организаций – участников торговли. Не допускается участие должностных лиц и служащих организатора торговли в органах управления участников торговли.

Для выполнения поставленных перед биржей задач, она должна иметь эффективную организационную структуру, обеспечивающую доверие со стороны ее членов, т.е. биржа должна иметь демократически избранные органы управления. Организационная структура фондовой биржи подразделяется на общественную и стационарную структуры.

Общественная структура может быть представлена в виде следующей схемы, представленной на рис. 3.



*Рис. 3. Общественная структура биржи*

Высшим законодательным органом управления является общее собрание членов биржи. Собрания членов биржи проводятся один раз в год.

**К компетенции общего собрания относятся:**

- осуществление общего руководства биржей и биржевой торговлей;
- определение целей и задач биржи, стратегий ее развития;
- формирование выборных органов;
- прием новых членов биржи;
- рассмотрение и утверждение бюджета биржи, годового баланса, счетов прибылей и убытков, распределение прибыли;
- утверждение и внесение изменений во внутрибиржевые нормативные документы;
- принятие решения о прекращении деятельности биржи, назначении ликвидационной комиссии, утверждение ликвидационного баланса.

Контрольно-распорядительным органом текущего управления биржей является биржевой совет. Он решает все вопросы, связанные с дея-

тельностью биржи, за исключением тех, которые могут решаться только на общем собрании. При наличии на фондовой бирже нескольких секций (торговых площадок, подразделений, отделов и т.п.) вместо биржевого совета биржа вправе создать совет для каждой секции. Количественный состав биржевого совета (совета секции) определяется общим собранием, но не может быть менее 5 членов. Биржевой совет (совет секции) формируется из числа должностных лиц (работников) фондовой биржи, участников торгов на фондовой бирже (участников торгов в данной секции), эмитентов, управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, акционерных инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов и иных заинтересованных организаций, а также независимых экспертов<sup>5</sup>.

**К функциям биржевого совета относятся:**

- заслушивание и оценка отчетов правления;
- внесение изменений в правила торговли на бирже;
- установление размеров всех взносов, выплат, денежных и комиссионных сборов;
- подготовка решения о приеме и исключении членов биржи;
- руководство биржевыми торгами;
- наем и увольнение персонала биржи.

Из состава совета формируется правление, осуществляющее оперативное руководство биржей.

Контроль за финансово–хозяйственной деятельностью биржи осуществляет ревизионная комиссия, которая избирается общим собранием членов одновременно с биржевым советом. Ревизии проводятся не реже одного раза в год.

Стационарная структура биржи необходима для ведения хозяйственной биржевой деятельности (рис. 4).

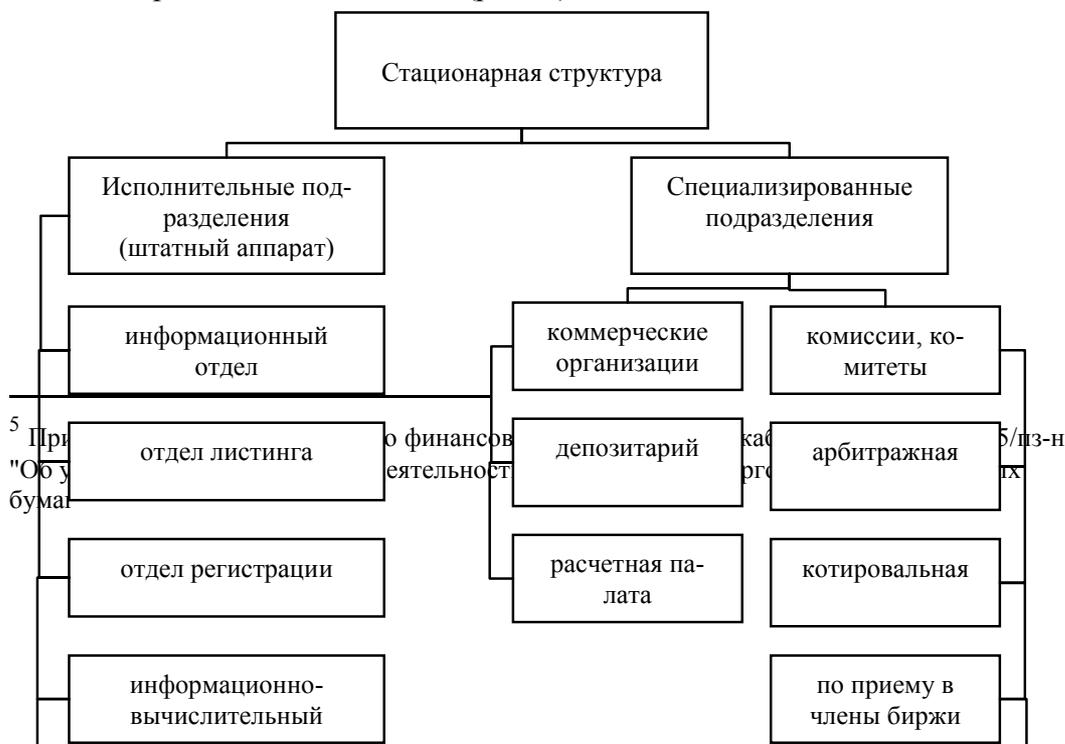


Рис. 4. Стационарная структура фондовой биржи

### Листинг ценных бумаг.

На бирже осуществляется торговля ценными бумагами компаний, которые прошли строгий процесс допуска (листинг<sup>6</sup>), т.е. соответствуют определенным требованиям, предъявляемым к ценным бумагам данной биржей. Принятие фондовой биржей правил листинга ценных бумаг должно обеспечивать решение следующих задач (рис. 5).

Лицо, заинтересованное в прохождении ценными бумагами листинга, должно подать письменное заявление на имя организатора торговли и документы, установленные организатором торговли. Допуск акций к биржевой торговле осуществляют специальные отделы биржи (отделы листинга), которые проверяют соответствие приведенных в заявке фирмы показателей критериям биржи и дают рекомендации на их включение в биржевой список. Окончательное решение принимают Комитет по допуску ценных бумаг и Биржевой совет.



<sup>6</sup> Лицо  
списк

чению и  
контро

ных  
ми-

тента и самого эмитента условиям и требованиям, установленным фондовой биржей

*Рис. 5. Задачи, решаемые процедурой допуска ценных бумаг к обращению на торговой площадке*

Компания стремится попасть в биржевой список, поскольку это дает следующие преимущества:

- биржа гарантирует от злоупотреблений при торговле ценными бумагами;
- инвесторы могут получить достоверную информацию об эмитентах ценных бумаг;
- такие ценные бумаги высоколиквидны, компаниям легче получить кредиты а также реализовать новые выпуски ценных бумаг на первичном рынке;
- покупателям таких ценных бумаг легче использовать их в качестве залога.

Кроме этого включение ценной бумаги в котировальные списки фондовой биржи позволяет существенно расширить круг инвесторов эмитента:

1. **Российские институциональные инвесторы.** Ценные бумаги, включенные в котировальные списки фондовой биржи, могут иметь признаваемую биржевую котировку, используемую для оценки стоимости чистых активов, налогообложения, расчета лимита кредитной организации на одного заемщика;

2. **Российские пенсионные фонды.** Управляющие компании могут инвестировать пенсионные накопления только в ценные бумаги, включенные в котировальные списки фондовой биржи;

3. **Российские кредитные организации.** При бухгалтерском учете вложений в ценные бумаги и операций с ценными бумагами банки могут относить к “котируемым”, только ценные бумаги, прошедшие процедуру листинга на фондовой бирже;

4. **Участники срочного рынка.** Запуск в обращение биржевых срочных контрактов (фьючерсов и опционов) на ценные бумаги, возможен только по ценным бумагам, включенным в котировальные списки фондовой биржи. Фьючерсы и опционы позволяют инвесторам реализовать стратегии по минимизации риска инвестирования;

5. **Частные инвесторы.** Осуществлять маржинальные сделки можно только с ценными бумагами, включенными в котировальный список А первого уровня;

6. **Иностранные инвесторы.** Выпуск депозитарных расписок (ADR/GDR) возможен только на ценные бумаги, прошедшие листинг на российской бирже.

Таким образом, листинг представляет собой систему поддержки рынка ценных бумаг, которая создаёт благоприятные условия для его организации, позволяет выявлять наиболее надёжные и качественные ценные бумаги и способствует повышению их ликвидности.

Условием включения ценных бумаг в листинг является их соответствие определенным требованиям, таким как: финансовые показатели и структура акционеров эмитента, уровень ликвидности ценных бумаг, объем эмиссии, качество раскрытия информации и т.д. Кроме этого могут учитываться такие неформальные моменты, как значимость компании для национальной экономики, ее положение в отрасли, стабильность и устойчивость хозяйствования и пр.

При прохождении процедуры листинга ценные бумаги включаются в котировальные списки “А” (первого и второго уровней) и “Б”. При этом они должны отвечать некоторым минимальным требованиям, приведенным в таблице 3. Фондовая биржа вправе устанавливать дополнительные требования к ценным бумагам, включаемым в котировальные списки<sup>7</sup>.

Кроме ценных бумаг, включенных в котировальные листы, к обращению на фондовой бирже могут допускаться иные ценные бумаги, выпущенные в порядке и в соответствии с требованиями российского законодательства. Порядок обращения и исключения из обращения, а также предъявляемые при этом требования устанавливаются биржей самостоятельно.

*Таблица 3*

**Минимальные требования к ценным бумагам,  
допускаемым к обращению на бирже**

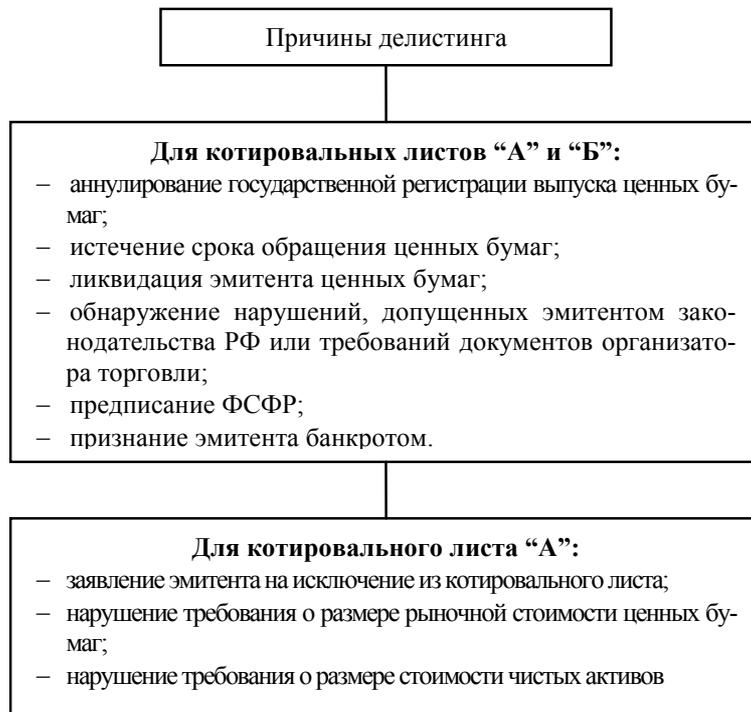
<b>Общие требования</b>	– осуществлена государственная регистрация выпуска ценных бумаг и отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг – эмитентом соблюдаются требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах и <u><a href="#">нормативных правовых актов</a></u>		
<b>Общие требования котировального листа “А”</b>	<b>Требования котировального листа “Б”</b>	<b>Требования к ценным бумагам, не включенным в котировальные списки</b>	

<sup>7</sup> Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" ст.14.

<ul style="list-style-type: none"> <li>– эмитентом раскрывается информация о существенных событиях;</li> <li>– в ведении одного лица находится не более 75% обыкновенных акций эмитента;</li> <li>– отсутствие у эмитента убытков за последние 2 года;</li> <li>– заявитель – эмитент.</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>– эмитентом раскрывается информация о существенных событиях;</li> <li>– в ведении одного лица находится не более 90% обыкновенных акций эмитента;</li> <li>– эмитент существует не менее 1 года;</li> <li>– заявитель: эмитент, участник или организатор торгов.</li> </ul>		
Требования уровней листа “А”	1-го	2-го		Устанавливаются организаторами торгов самостоятельно
<ul style="list-style-type: none"> <li>– срок деятельности эмитента (лет);</li> <li>– количество акционеров;</li> <li>– средний объем продаж за месяц по итогам отчетного полугодия (млн.руб.):</li> <li>– для акций</li> <li>– для облигаций</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>≥ 3</li> <li>&gt;1000</li> <li>50</li> <li>25</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>≥ 2</li> <li>&gt;500</li> <li>5</li> <li>2,5</li> </ul>		

При отказе во включении ценных бумаг в котировальный лист организатор торговли уведомляет заявителя об этом с обоснованием причин отказа. Отказ возможен исключительно в случае несоответствия представленных документов правилам листинга.

Если в какой-то момент ценные бумаги эмитента перестают соответствовать определенным требованиям – осуществляется процедура делистинга, т.е. исключения ценных бумаг из обращения на данной бирже (рис. 6)



*Рис. 6. Причины исключения ценных бумаг из котировального списка*

### **Биржевые индексы.**

Биржевые индексы являются ключевыми показателями для статистического измерения, исследования и прогнозирования общего положения на рынке ценных бумаг. Отражая направление движения биржевых котировок, индексы показывают тенденцию, которую принимает биржевой рынок.

В зависимости от выбора ценных бумаг, информация о которых используется для вычисления индекса, он может характеризовать фондовый рынок в целом, рынок групп ценных бумаг (рынок государственных ценных бумаг, рынок акций, рынок облигаций), рынок ценных бумаг какой-либо отрасли (нефтегазового комплекса, телекоммуникации и т.д.)

### **Методы расчета индекса.**

Все индексы рассчитываются как средняя величина из цен акций компаний, включенных в выборку. В качестве базы отсчета берут день, когда значение индекса было 100 или 1000. Разработчики индексов используют три основных метода составления индекса:

- метод простой средней арифметической;
- метод средней геометрической;
- метод средней арифметической взвешенной.

При каждом методе расчета индекса в каждый последующий день используются текущие цены, и результат сравнивается со средней ценой

предыдущего дня.

Простой средний арифметический индекс рассчитывается по формуле:

$$I = \frac{\sum_{i=1}^N P_i}{K}, \quad (1)$$

где  $I$  – индекс;

$P$  – цена одной акции  $i$ -той компании;

$N$  – общее число компаний, акции которых используются при расчете фондового индекса;

$K$  – делитель, равный в момент начала расчета индекса числу компаний.

Методом простой арифметической средней рассчитываются индексы группы Dow Jones, разработанные Чарлзом Доу и наиболее известный фондовый индекс Японии – Nikkei.

При расчете индекса данным методом не учитывается вес акций в зависимости от размера выпуска. В результате происходит неоправданный перекоп в сторону “дорогих” акций, независимо от уровня капитализации фирмы.

**Метод среднегеометрической величины** основан на предположении, что инвесторы вкладывают одинаковую сумму в каждую ценную бумагу. Очевидно, что на одну и ту же сумму можно приобрести больше дешевых акций. По этой причине индекс более чувствителен к колебаниям именно дешевых, а не относительно дорогих ценных бумаг.

Расчет индекса на основе метода средней геометрической производится по формуле:

$$J = \sqrt[n]{J_1 \cdot J_2 \cdot J_3 \cdot \dots \cdot J_n}, \quad (2)$$

где  $J$  – сводный индекс;

$J_1, J_2, \dots, J_n$  – темп роста курсовой стоимости акций компаний (индивидуальные индексы);

$n$  – число компаний в выборке.

По данному методу рассчитываются индекс Value Line Composite Average в США, учитывающий котировки 1695 акций, и старейший индекс, рассчитываемый в Великобритании, – FT-30, который определяется на основании курсов акций 30 компаний.

Недостатком индексов, рассматриваемых по методу средней геометрической, является то, что они не учитывают масштабы компаний и объем торговли акциями тех или иных эмитентов.

**Метод средневзвешенной арифметической** – наиболее эффективный и широко используемый сейчас метод. При данном методе учи-

тываются размер компании и масштабы совершения операций на фондовом рынке. Таким образом, любое изменение цены акции компании с большей капитализацией оказывает более значительное влияние на изменение значения индекса.

Расчет индекса по методу среднеарифметической взвешенной осуществляется по формуле:

$$J = \frac{\sum_{i=1}^n P'_i \times Q'_i}{\sum_{i=1}^n P_i^0 \times Q_i^0} \times K, \quad (3)$$

где  $P^0$  и  $P'$  – цена акций  $i$ -той компании в базовом и отчетном периоде;

$Q^0$  и  $Q'$  – количество акций в обращении в базовом и отчетном периоде;

$i=1, 2, 3, \dots, n$  – количество компаний в выборке;

$K$  – базовое значение индекса

Индекс, исчисляемый по методу средней взвешенной, автоматически учитывает сплит акций, их дополнительный выпуск или частичное погашение, рост цен на акции и др. Поэтому подавляющее число индексов, рассчитываемых на фондовых рынках, определяется по данному методу.

### **Корректировка индексов.**

Методика расчета индекса может изменяться. Это связано с различными корпоративными событиями компаний, ценные бумаги которых лежат в основе вычисления индекса. Наиболее важными из них являются эмиссия новых акций, дробление или консолидация акций и т.п. Изменение методики расчета индекса может быть также связано с изменением перечня компаний, данные, о стоимости акций которых привлекаются для вычисления индекса.

Корректировка на эмиссию (дробление акций).

Если индекс вычисляется как простое среднее по стоимости акций, знаменатель формулы выступает в роли согласующего коэффициента. При этом считается, что до и после дробления индекс измениться не должен. Согласно этому условию находится новое значение согласующего коэффициента:

$$K' = \frac{\sum_{i=1}^N P'_i}{I}, \quad (4)$$

где  $P'_i$  – курсовая стоимость акций  $i$ -той компании после их дробления;

$K'$  – новое значение согласующего коэффициента.

При замене компаний расчет индекса производится по следующей формуле:

$$J_{i+1} = J_t \times \frac{\sum_{i=1}^N P_{i-1}^{t+1} + P_{\text{вв}}^{t+1}}{\sum_{i=1}^N P'_i - P'_{\text{выб}} + P'_{\text{вв}}}, \quad (5)$$

где  $J_t$  – значение индекса на дату  $t$ ;

$P_{i-1}^{t+1}$  – сумма цен акций компаний, включенных в расчет индекса (без учета стоимости акций выбывшей и вновь введенной компании) на дату  $t + 1$ ;

$P_{\text{вв}}^{t+1}$  – цена акций компании, включенной в список на дату  $t+1$ ;

$P'_i$  – сумма цен акций, включенных в расчет индекса на дату  $t$ ;

$P'_{\text{выб}}$  – цена акции выбывшей компании на дату  $t$ ;

$P'_{\text{вв}}$  – цена акций компании, включенной в список на дату  $t$ .

Наиболее известные мировые фондовые индексы представлены в **приложении 1**.

### **Индексы российского фондового рынка.**

Наиболее распространенными индексами российского фондового рынка являются: индекс РТС, S&P/RUX, S&P/RUIX, S&P/ RUIX–OIL, сводный фондовый индекс ММВБ и индекс ММВБ 10, индексы АК&М (сводный и отраслевые).

**Индекс РТС (RTSI)** – главный показатель российского фондового рынка, рассчитывается с 1 сентября 1995 г. В базу индекса РТС входит 50 наиболее капитализированных и ликвидных акций (приложение 2). Для ограничения величины влияния на индекс акций отдельных эмитентов установлено требование – доля ценных бумаг каждого эмитента в суммарной капитализации не должна превышать 15 процентов. Это сводный индекс, он отражает движение всего российского рынка акций и часто используется аналитиками для составления ежедневных и еженедельных рыночных обзоров. Индекс РТС рассчитывается один раз в 30 минут в течение всей торговой сессии в двух значениях – валютном и рублевом. На рис. 7 показана динамика индекса за все время его существования.



Рис. 7. Динамика индекса РТС с 01.09.1995 по 18.04.2006

**Индекс RUX (RUSSIAN INDEX)**, до 2001 г. – сводный фондовый индекс “РТС-Интерфакс”) рассчитывается “Индексным агентством РТС-Интерфакс”, он также транслируется Российской торговой системой. Все значения индекса рассчитываются в двух вариантах – рублевом и валютном. Индекс пересчитывается с интервалом 1 минута. При расчете индекса “RUX” используется информация о ценах подтвержденных сделок в Российской торговой системе (РТС) и ценах сделок с акциями АО “Газпром”, заключенных на Московской фондовой бирже (МФБ). Особое место среди них занимают нефтегазовый сектор, энергетика, связь и машиностроение (таблица 4).

Таблица 4

**Количественный состав индексов семейства S&P/RUX  
(действует с 15.04.2004)**

Индекс	Кол-во акций
Сводный индекс S&P/RUX	57
S&P/RUX-нефтегаз	16
S&P/RUX-энергетика	8
S&P/RUX-связь	16
S&P/RUX-машиностроение	6

**Индекс S&P/RUIX.**

В основе российского инвестиционного фондового индекса RUIX лежит метод взвешивания по рыночной стоимости наиболее ликвидных акций, обращающихся на Фондовой бирже РТС. Список акций, входящих в листинг индекса представлен в приложении 3.

Для расчета индекса S&P/RUIX–OIL используются цены акций пяти крупнейших нефтяных компаний: НК “ЛУКОЙЛ”, АО “Сургутнефтегаз”, АО “Татнефть”, НК “ЮКОС”, АО “Сибнефть”.

Московская межбанковская валютная биржа рассчитывает и предоставляет участникам фондового рынка свои индексы: сводный фондовый индекс ММВБ и индекс ММВБ 10.

**Сводный фондовый индекс ММВБ** (рассчитывается с 22 сентября 1997 г., начальное значение индекса составляет 100 пунктов) представляет собой индекс капитализации обыкновенных акций, включенных в котировальные листы ММВБ. В соответствии с методикой расчета данного индекса значение индекса определяется один раз в день в 18:00 на основании средневзвешенных за день акций. Методика расчета индекса дает точечную интегральную оценку движения рынка между торговыми днями. Индекс может быть полезен для портфельных инвесторов, осуществляющим операции на рынке несколько раз в месяц. Значительное усреднение цены акций позволяет нивелировать внутрисуточные колебания цен, не существенные для данного типа инвесторов. Состав корзины индекса может меняться не чаще одного раза в квартал (приложение 4).

**Индекс ММВБ 10** (публикуется с 19 марта 2001 г. начальное значение индекса, рассчитанное на – 18:00 по московскому времени 30 декабря 1997 года составляет 100 пунктов) представляет собой ценовой, не взвешенный индекс, рассчитываемый как среднее арифметическое изменения цен 10 наиболее ликвидных акций, допущенных к обращению на ММВБ вне зависимости от их принадлежности к котировальным спискам ЗАО “ФБ ММВБ”. Индекс отражает в режиме реального времени (с 10:30 до 19:00) прирост стоимости портфеля, состоящего из 10 акций, в том числе “ЛУКОЙЛ НК”, “Мосэнерго”, “Норильский никель” ГМК, “РАО ЕЭС”, “Ростелеком”, “Сургутнефтегаз”. Индекс ориентирован в первую очередь на day-трейдеров, и позволяет отслеживать малейшие колебания цен основных финансовых инструментов. Индекс ММВБ 10 является первым биржевым индексом в России, методика которого не предусматривает временного усреднения цен, а пересчет значений индекса производится после каждой сделки, заключенной с любой из 10 выбранных акций в основном режиме торгов. Состав корзины индекса определяется один раз в квартал на основании четырех показателей ликвидности. Расчет нового значения индекса производится при совершении каждой сделки с одной из этих ценных бумаг. Данный индикатор позволяет отслеживать малейшие колебания цен основных финансовых инструментов.

#### **Фондовые индексы АК&М включают:**

1. *Сводный индекс АК&М* – призван характеризовать весь рынок ценных бумаг. На 1 марта 2001 г. в листинге этого индекса было представлено 50 акций. Дата начала расчета сводного индекса АК&М – 1 сентября 1993 г., начальное значение равно 1000;

2. *Индекс акций второго эшелона (АК&М-2)* – листинг включает в себя акции “второго эшелона”. В листинге представлено 40 акций российских эмитентов. Дата начала расчета индекса акций “второго эшелона” – 15 октября 1997 г. Начальное значение равно 1000;

3. *Индекс акций промышленных предприятий* – на 1 марта 2001 г. в листинге этого индекса было представлено 35 акций. Дата начала расчета промышленного индекса АК&М – 1 сентября 1993 г, начальное значение равно 1000;

4. *Отраслевые фондовые индексы* (нефтегазодобывающая, энергетика, машиностроение, химическая и нефтехимическая, металлургия);

5. *Индекс АДР АК&М* – листинг включает в себя акции компаний, выпустивших депозитарные расписки. На 1 марта 2001 г. в листинге было представлено 10 акций. Дата начала расчета индекса АДР – 17 ноября 1997 г. Начальное значение равно 1000.

Все фондовые индексы АК&М рассчитываются по одинаковой схеме, в основе которой лежит определение относительного изменения суммарной капитализации компаний листинга. Исключение составляет индекс АДР, который учитывает только ценные бумаги эмитентов, обращающиеся на зарубежных фондовых рынках.

### **1.3. Виды членства и требования, предъявляемые к членам фондовой биржи**

Членами биржи считаются лица, которые участвуют в формировании уставного капитала биржи, либо вносят членские взносы или иные целевые взносы в имущество биржи в порядке, предусмотренном Законом и уставом биржи.

В РФ членом биржи может быть любое юридическое лицо – профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющее лицензию на осуществление брокерской и (или) дилерской деятельности и (или) деятельности по управлению ценными бумагами, а также лицензию на осуществление банковских операций (для кредитных организаций).

**Брокерской деятельностью** признается деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом.

**Дилерской деятельностью** признается совершение сделок купли – продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам.

**Под деятельностью по управлению ценными бумагами** признается осуществление юридическим лицом от своего имени за вознагражде-

ние в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу:

- ценными бумагами;
- денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги;
- денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

Требования, предъявляемые к членам биржи, устанавливаются как государственным законодательством, так и самими биржами. В законах отражаются общие требования к членству на бирже, а внутрибиржевые нормативные документы предъявляют дополнительные требования.

Порядок приема новых членов биржи, права, обязанности, размеры вступительных взносов и комиссионных вознаграждений, а также и порядок прекращения членства определяется уставом биржи.

Для приема, как правило, требуются 2-3 рекомендации членов биржи, представления учредительных документов, подтверждения устойчивого финансового положения, определенной практики работы с тем или иным биржевым товаром.

Для фондовой биржи все члены равны. Не может быть временного членства, сдачи места члена биржи в аренду или залог тем лицам, которые не являются членами данной биржи или фондового отдела.

Биржа дает возможность своим членам:

- участвовать в общих собраниях биржи и управлении ее делами;
- избирать и быть избранными в органы управления и контроля;
- участвовать в торгах на бирже как от своего имени и за свой счет, так и от имени за счет клиента;
- пользоваться биржевой информацией, а также получать иные услуги, которые предоставляет биржа.

Кроме этого биржа определяет обязанности своих членов:

- соблюдать устав биржи и другие внутрибиржевые документы;
- своевременно вносить сборы, взносы и платежи, взимаемые биржей за оказываемые ею услуги;
- предоставлять бирже по ее требованию информацию, необходимую для осуществления контроля в соответствии с внутренними документами биржи;
- оказывать бирже содействие в реализации целей и задач биржи и дальнейшем развитии.

#### **1.4. Виды торговых аукционов, используемых на фондовых биржах**

В зависимости от степени развития фондового рынка, количества обращающихся ценных бумаг, поступающих заказов на покупку и продажу,

числа участников торговых операций, динамики изменения цен применяются различные способы проведения торговли ценными бумагами.

Существует два основных способа организации торговли ценными бумагами: простой и двойной аукцион, каждый из которых имеет свои разновидности (рис. 8).

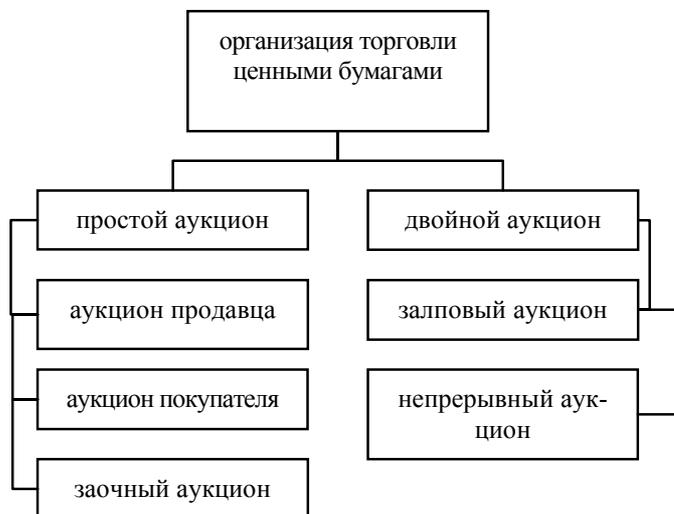


Рис. 8. Методы организации торговли

При небольшом объеме спроса и предложения торговля организуется в форме простого аукциона. Такой аукцион может быть организован либо продавцом, который получает предложение покупателей (аукцион продавца), либо покупателем, который ищет выгоднейшее предложение от ряда потенциальных продавцов (аукцион покупателя).

**Простой аукцион продавца** (английский аукцион) предполагает наличие на рынке ограниченного количества продавцов, которые предлагают для продажи ценные бумаги, и относительно большой спрос со стороны покупателей, которые конкурируют между собой. Продавцы до начала торгов подают свои заявки на продажу фондовых ценностей по начальной цене, ниже которой они не продадут свои бумаги. Цены сводятся в котировочных бюллетенях, которые раздаются участникам биржевого торга. При наличии большого числа покупателей уровень стартовой цены не имеет принципиального значения, так как реальная цена определится в ходе конкурентных торгов. В процессе проведения аукциона цена повышается шаг за шагом, пока не останется один покупатель и ценные бумаги продаются по самой высокой цене предложения. То есть предлагается невысокая стартовая цена, которая повышается пока не останется одна встречная заявка. Именно по такой системе осуществлялась продажа пакетов акций предприятий в процессе приватизации в России.

**Простой аукцион покупателя** (голландский аукцион) предполагает, что на рынке существует достаточно много продавцов при ограниченном

числе покупателей. В этом случае покупатель выбирает наилучшее предложение со стороны продавцов, которые вынуждены снижать цены, чтобы реализовать финансовый актив. В данном случае ценные бумаги продаются первому покупателю, которого устраивает предложенный курс.

На **аукционе втемную**, или так называемом заочном, продавец объявляет о продаже определенного числа ценных бумаг в течение ограниченного периода времени. Покупатели подают заявки на приобретение данного актива, предлагая соответствующие цены. Инвесторы не имеют информации об общем числе подаваемых заявок, предлагаемом другими покупателями уровне цен и количестве ценных бумаг, которые желают приобрести другие участники аукциона. В период проведения аукциона осуществляется накопление заявок, после чего информация о количестве ценных бумаг, на которые поданы заявки, и уровне цен обрабатывается и сообщается продавцу, который принимает решение о приемлемом уровне цены. Ценные бумаги приобретают инвесторы, чьи предложения по цене были выше или равны цене, устраивающей продавца.

#### **Двойной аукцион.**

При достаточной ширине и глубине рынка наиболее эффективным является проведение двойного аукциона – он предполагает наличие конкуренции между продавцами и покупателями. В странах с развитым фондовым рынком биржевая и внебиржевая торговля ценными бумагами идет в форме двойного аукциона. Организация торговли в этом случае предусматривает одновременное поступление заявок на покупку и продажу финансовых активов определенным ценам. Перед организаторами торговли стоит задача максимального удовлетворения поступающих заказов.

**Залповый аукцион** предполагает, что сделки на рынке осуществляются редко, существует большой разрыв между ценой покупателя и ценой продавца, называемый в биржевой котировке “спрэдом”, колебания цен от сделки к сделке велики и носят нерегулярный характер. Поступающие заявки в течение определенного периода времени накапливаются, обрабатываются, а затем удовлетворяются.

Периодичность удовлетворения заявок (“проведения залпов”) определяется ликвидностью рынка. При ликвидном рынке залпы производятся достаточно часто, при менее ликвидном – реже.

Особенностью проведения залпового аукциона является определение цены аукциона, которая является единой для всех участников сделки.

Частые залпы свидетельствуют о наличии постоянного спроса и предложения на ценные бумаги, о ликвидности рынка и позволяют перейти к непрерывному аукциону который предполагает, что одновременно осуществляется регистрация цен на покупку и продажу ценных бумаг. Различают три вида непрерывных аукционов:

– использование книги заказов, в которую вносятся устно передаваемые брокерами заявки, затем клерк (уполномоченный биржи) испол-

няет их, сличая объемы и цены по мере их поступления. Таким образом, осуществляется подбор заказов;

- использование электронного табло, на котором указывается наилучшая пара цен на каждый выпуск (наивысшая при покупке, наименьшая при продаже);

- толпа. Трейдеры собираются вокруг клерка, объявляющего лишь поступающий в торговлю выпуск, а затем сами выкрикивают котировки, отыскивая контрагента. Сделки в толпе заключаются по разным ценам, причем один покупатель может заключить сделку с различными продавцами.

### **1.5. Биржевые приказы и их использование в торговых стратегиях**

Приказом или ордером называется распоряжение брокеру на проведение какой-либо операции с ценными бумагами на рынке.

Приказ оформляется в виде торгового поручения. Обязанность брокера – выполнить все указания, содержащиеся в торговом поручении, и как можно лучше исполнить его в процессе биржевого торга. Торговое поручение может оформить любое физическое или юридическое лицо, имеющее договор с брокером, который может выполнить данный заказ на бирже.

С целью успешной реализации приказа заявка должна содержать пять групп указаний:

- вид торгового поручения, указывающий на положение клиента в сделке как покупателя или продавца;

- номер договора, код брокера, вид ценной бумаги, ее точное наименование;

- количество ценных бумаг;

- срок исполнения заявки;

- уровень цены.

Использование различных типов приказов отражает конкретную стратегию клиента на фондовом рынке:

1. **Рыночный приказ**, или приказ по рынку (Market order)– клиент поручает брокеру купить или продать определенное количество акций по текущему рыночному курсу. Цена не оговаривается. Клиент хочет купить акции по самой лучшей цене продажи, которая существует в данный момент на рынке ил продать бумаги по самой лучшей цене покупки. Но если цена меняется очень быстро, то приказ может быть исполнен по цене, значительно отличающейся от цены, которая была на экране в момент отдачи приказа. Рыночный приказ самый быстро исполняемый тип приказов – обычно исполняется в течение одной секунды.

2. **Приказ с ограничением цены** или лимитный приказ (Limit order) – устанавливает ценовой предел (лимит), вне которого клиент не хочет осуществлять сделку. Клиент устанавливает верхний предел цены, выше которой не хочет платить за акции (покупка) или нижний предел

цены, ниже которой не хочет продавать акции. Используя лимитный приказ клиент избегает риска, что сделка будет выполнена по нежелательной цене, но вместе с этим уменьшается и вероятность исполнения самой сделки, так как на рынке может не оказаться покупателей или продавцов, желающих купить или продать акции по определенной цене.

3. **Стоп–приказ (Stop market order)** – приказ на покупку или продажу по рыночной цене, когда рынок достигнет указанной цены. Т.е. стоп–приказ на покупку содержит цену выше текущей биржевой котировки, а стоп–приказ на продажу содержит цену ниже текущей биржевой котировки.

4. **Стоп–лимитный приказ (Stop limit order)** – это приказ, содержащий как стоп–цену (цену активации), так и лимитную цену. Стоп–цена – цена, при достижении которой приказ активируется, то есть становится действующим. Лимитная цена устанавливает, в каком диапазоне приказ может быть выполнен. Брокеру запрещено покупать выше или продавать ниже лимитной цены, как только стоп–цена была достигнута.

Иногда брокеры, могут вводить дополнительные параметры для приказа, которые называются “Свойства-квалификаторы”. Эти параметры уточняют инструкции, которые даёт брокеру инвестор, и могут относиться к любому из вышеописанных приказов:

**AON – All-or-None (Всё или ничего)** – Пометка, таким образом, приказа на покупку или продажу означает, что клиент не желает частичного исполнения ордера. Например, если на рынке нет той акции, которую приказал купить инвестор в достаточном количестве, а в ордере нет параметра “AON”, то брокер может исполнять приказ частями, т.е. покупать те количества акций, которые есть, с тем, чтобы набрать требуемое клиенту количество. И может так случиться, что полностью, в течение срока действия, приказ выполнен не будет и вместо заказанных, к примеру, 1000 акций инвестор получит 300 или 800. Если подобная ситуация нежелательна, то следует использовать в ордере этот параметр.

Другие квалификаторы ордера не столь распространены в российской практике, но, теоретически, могут встречаться.

**OPG – At-the-Opening (При открытии)** – приказ должен быть исполнен по цене открытия. Если ордер с таким параметром не исполнен при открытии - он отменяется.

**CLO – At-the-Close (При закрытии)** – приказ должен быть исполнен по цене, возможно более близкой к цене закрытия. Очевидно, что не существует никаких гарантий, что цена исполнения этого приказа будет действительно ценой закрытия.

**FOK – Fill-or-Kill (Исполнить или Отменить)** – немедленное исполнение всего приказа, при этом возможно, что не все сделки будут проведены по одинаковой цене. Основным заданием в этом случае явля-

ется немедленное исполнение всего приказа. Если ордер с таким параметром не может быть исполнен немедленно – он отменяется.

**ИОС – Immediate-or-Cancel (Немедленно или Отменить)** – немедленное исполнение всего или части приказа по одной цене. Любая часть приказа, которая не была выполнена немедленно – отменяется.

**Контрольные вопросы:**

- 1) Дайте определение понятия “фондовая биржа”.
- 2) Перечислите основные функции биржи. Признаки классической фондовой биржи и цели образования бирж.
- 3) Какие требования предъявляются к организаторам биржевой торговли в соответствии с действующим законодательством РФ?
- 4) Какую организационно-правовую форму могут иметь фондовые биржи в России?
- 5) Что представляет собой общественная структура фондовой биржи?
- 6) Из каких элементов состоит стационарная структура фондовой биржи?
- 7) В чем заключаются процедуры листинга и делистинга? Какими преимуществами обладают компании, прошедшие листинг на фондовой бирже?
- 8) Охарактеризуйте основные способы расчетов фондовых индексов. В чем преимущества и недостатки каждой модели расчета?
- 9) Назовите наиболее известные фондовые индексы. Какие индексы рассчитываются на российском фондовом рынке?
- 10) Опишите модели установления цен при проведении простого и двойного аукционов.
- 11) В чем отличия стоп-приказов и лимитных приказов?

**Рекомендуемая тематика докладов и дискуссий:**

- 1) Проблемы развития инфраструктуры фондовых бирж в России.
- 2) Организация торгов на Московской Межбанковской Валютной бирже.
- 3) Российская Торговая Система: основы организационного устройства, техническая, технологическая и информационная инфраструктура.
- 4) Фондовые индексы в российской и зарубежной практике.

## 2. Основы организации внебиржевого оборота по ценным бумагам

### 2.1. Внебиржевые рынки: понятие, классификация и организационные основы

Внебиржевой рынок представляет собой широко разветвленную телекоммуникационную сеть, объединяющую участников торговых операций и обеспечивающую предоставление им необходимой информации для заключения сделок.

На внебиржевом рынке обращается огромное количество выпусков ценных бумаг, которые по различным причинам не могут обращаться на фондовых биржах:

- небольшие по объему выпуски ценных бумаг;
- выпуски акций с целевой ориентацией, т.е. предназначенные для ограниченного круга инвесторов;
- выпуски акций нередко вполне солидных компаний, которые не дотягивают до критериев, являющихся обязательными для допуска к торгам на фондовой бирже.

Внебиржевой рынок в зависимости от наличия установленных правил может быть организованным и неорганизованным (рис. 9).

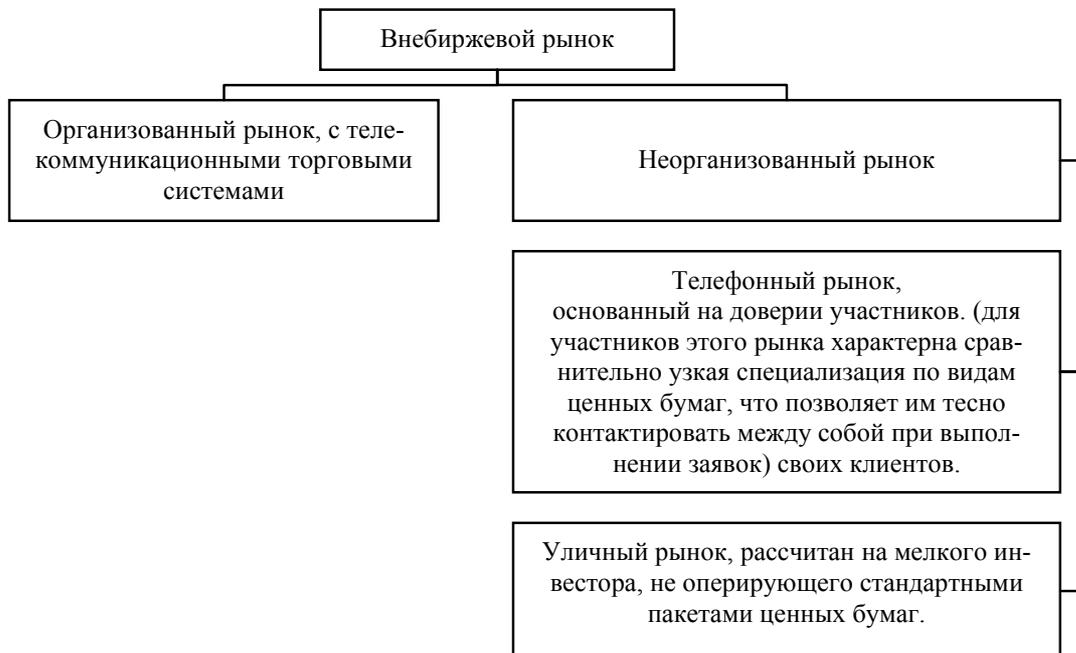


Рис. 9. Классификация внебиржевых рынков

Организованный рынок является рынком аукционного типа. Он характеризуется публичными гласными торгами, открытыми соревнова-

ниями покупателя и продавца, наличием механизма составления заявок и предложений о продаже, что может служить основанием для заключения сделок. Это обращение ценных бумаг на основе устойчивых правил между лицензированными профессиональными посредниками.

Организованный внебиржевой рынок развивался под влиянием двух противоположных факторов. С одной стороны, его возникновению способствовало стремление участников фондового рынка создать систему торговли, являющейся альтернативой биржевой торговле, так как многие компании были недовольны правилами работы биржи: высокие комиссионные платежи, жесткие ограничения к допуску на биржу ценных бумаг, монопольное положение членов биржи и т.д. Поэтому, параллельно биржевому рынку начали создаваться внебиржевые организованные рынки ценных бумаг. С другой стороны, формированию внебиржевого рынка способствовали сами фондовые биржи. Создание параллельных рынков фондовыми биржами, как правило, обусловлено:

- стремлением фондовых бирж расширить свой рынок;
- желанием создать упорядоченный, “регулируемый” рынок ценных бумаг для финансирования небольших и средних компаний, являющихся носителями наиболее современных технологий.

#### **Организованный внебиржевой рынок России представлен:**

– **Информационно-торговыми системами.** Старейшей и наиболее известной из них является “АК&М-лист”. Такая система представляет собой специализированный терминал, на который любые входящие в систему участники могут выставлять любые котировки (цены покупки и/или цены продажи) ценных бумаг. Данные системы главным образом информационные. Их основное достоинство в сборе информации о ценах продавцов и покупателей, с которыми они выходят на внебиржевые торги. В информационных системах все выставленные котировки являются индикативными, т.е. заключение сделок по ним необязательно; не ведется учет совершенных сделок; не осуществляется котировка ценных бумаг самой информационно-торговой системой.

– **Телекоммуникационными торговыми системами.** Они имеют свои правила организации торговли, допуска ценных бумаг на рынок (листинг), отбора участников. Наиболее известной из них является Российская Торговая Система (РТС).

**Неорганизованный рынок** – это обращение ценных бумаг без соблюдения для всех участников рынка правил. Торговля происходит стихийно. Информация о совершенных сделках не фиксируется.

На компьютеризированном внебиржевом рынке торговля ведется через компьютерные сети, объединяющие соответствующих фондовых посредников. Данный тип рынка характеризуется:

– отсутствием физического места, где встречаются продавцы и покупатели;

– полной автоматизацией процесса торговли.

Вместе с тем существуют так называемые “прибиржевые” рынки, которые размывают четкую границу между биржевым и внебиржевым рынками. Это “**третьи**” и “**четвертые**” рынки, где организуется торговля ценными бумагами, имеющими биржевые котировки<sup>8</sup>.

**“Третий” рынок** – внебиржевой рынок, на котором через сторонних посредников осуществляется купля–продажа ценных бумаг, прошедших биржевой листинг. Этот рынок возник в начале 60-х г.г., когда институциональные инвесторы начали проводить операции с крупными пакетами акций, стремясь обойти высокие фиксированными ставки комиссионных, которые устанавливались на фондовой бирже.

Брокерские фирмы, работающие на данном рынке, устанавливают гибкие комиссионные ставки, которые, как правило, уменьшаются при увеличении масштабов операций. В результате институциональные инвесторы через брокерские компании приобретают котирующиеся на бирже ценные бумаги при значительно меньших затратах на оплату посреднических услуг.

Значительным преимуществом “третьего” рынка является также то, что торговля на нем может осуществляться в любое время, т.е. за пределами временных рамок проведения биржевой сессии. Сделки по акциям продолжают проводиться даже тогда, когда на бирже по каким-либо причинам торговля этими бумагами приостановлена.

**“Четвертый” рынок** – внебиржевой рынок, ориентированный исключительно на институциональных инвесторов. На таком рынке осуществляется торговля ценными бумагами, как имеющими листинг на фондовой бирже, так и не включенными в котируемый лист. Его особенность заключается в том, что участники сделок осуществляют операции, минуя посредников, через компьютеризованную систему.

Параллельные рынки в настоящее время развиваются более высокими темпами, чем биржевые рынки. В ряде стран объемы торгов на внебиржевом рынке близки к обороту крупных фондовых бирж, а в ряде случаев даже превосходят. Все большее развитие получают новые формы организации внебиржевого оборота с использованием компьютерной техники и каналов связи<sup>9</sup>. Чем выше уровень технологий, используемых участниками рынка для обмена информацией, заключения сделок и проведения расчетов по ним, тем ближе внебиржевой рынок к биржевому.

---

<sup>8</sup> Колтынюк Б.А. “Ценные бумаги”, Санкт-Петербург: издательство Михайлова В.А., 2001г. – с. 423

<sup>9</sup> Рынок ценных бумаг под редакцией В.А.Галанова, А.И.Басова.: М, Финансы и статистика - 2001. – 309 с.

## 2.2. Зарубежный и отечественный опыт организации внебиржевых компьютерных рынков

Наиболее известным организованным компьютерным рынком внебиржевой торговли в мире является Система автоматической котировки национальной ассоциации инвестиционных дилеров НАСДАК (Nasdaq – National Association of Securities Dealers Automated Security), созданная в 1971 г. С момента своего создания электронный рынок Nasdaq по темпам своего развития стабильно превосходил другие рынки ценных бумаг, и сегодня он является самой быстрорастущей торговой площадкой США. В отличие от традиционных биржевых рынков Nasdaq не предполагает существование конкретного специалиста, через которого осуществляются сделки.

Структура рынка Nasdaq позволяет осуществлять торговые операции многочисленным участникам рынка через сложную компьютерную сеть, связывающую покупателей и продавцов во всем мире. Участники рынка помогают обеспечивать прозрачность и ликвидность торговли ценными бумагами в условиях поддержания систематизированной работы рынка под строгим контролем регулирующих органов.

В число членов Nasdaq входят фирмы, занимающиеся торговлей на внебиржевом рынке, инвестиционные банки, брокерские фирмы с пониженными комиссионными, взаимные фонды. Членство в Nasdaq и членство на биржах не исключает друг друга. Члены Nasdaq должны удовлетворять требованиям, установленным Nasdaq по:

- финансовым позициям;
- операционной деятельности;
- опыту, компетенции и образованности персонала;

В состав Nasdaq Stock Market входят два рынка<sup>10</sup>:

1. **The Nasdaq National Market** (Национальная Рыночная Система Nasdaq). В листинг Nasdaq National Market, рынка для наиболее активно торгуемых на Nasdaq ценных бумаг крупнейших компаний-эмитентов, входит более чем 4000 ценных бумаг. Для получения котировки на National Market компания должна соответствовать строгим критериям в отношении финансового положения, капитализации и корпоративного управления.

2. **The Nasdaq SmallCap Market** (Рынок Nasdaq для акций компаний малой капитализации). В листинг Nasdaq SmallCap Market, рынка для молодых и быстрорастущих компаний, входит около 1040 ценных бумаг. Так как на этом сегменте Nasdaq торгуются акции компаний с меньшей капитализацией, требования для получения котировки здесь несколько мягче, чем на Nasdaq National Market, это относится и к финансовому состоянию компании-эмитента, и к корпоративному управлению. С наращиванием "веса" компании с малой капитализацией часто переходят на Nasdaq National Market.

---

<sup>10</sup> [www.fundmanager.by.ru/anonce/1.htm](http://www.fundmanager.by.ru/anonce/1.htm)

Компании, торгующие акциями через систему Nasdaq, должны пройти листинг NYSE.

В США помимо Системы автоматической котировки национальной ассоциации инвестиционных дилеров Nasdaq существует еще две крупные внебиржевые площадки. Это **“Розовые листки”** (Pink Sheets) и система **OTC Bulletin Board** (электронное информационное табло внебиржевого рынка). Здесь котируются компании, не отвечающие минимальным листинговым требованиям национальной фондовой биржи или Nasdaq. И если компании из секции OTCBB еще могут предоставлять в SEC (Комиссия по ценным бумагам и биржам) регулярную отчетность, то акции, котирующиеся в “розовых листках”, этого не делают. Как следствие, такие ценные бумаги относят к наиболее рискованным и подверженным манипуляциям инструментам.

**Pink Sheets LLC** является частной компанией и представляет собой внебиржевую электронную систему котировок ценных бумаг. Название “Розовые листки” возникло из-за того, что список акций и их цен на этом внебиржевом рынке ежедневно публикуется Национальным бюро котировок на бумаге розового цвета. Компаниям, которые хотели бы котировать свои акции в системе “Розовые листки”, не должны соответствовать каким-либо требованиям к листингу.

The OTC Bulletin Board (OTCBB) также представляет собой внебиржевую электронную систему котировок ценных бумаг. Эта система начала действовать как пилотный проект Комиссии по ценным бумагам и биржам США в июне 1990 года, а с апреля 1997 года – на постоянной основе.

Помимо американской системы внебиржевой торговли Nasdaq среди наиболее перспективных внебиржевых площадок мира можно выделить площадку альтернативных инвестиций Лондонской биржи ценных бумаг (AIM – Alternative Investment Market), Венчурную биржу Торонто (TSX Venture Exchange), “Рынок растущих компаний” (GEM – Growth Enterprise Market) Гонконгской фондовой биржи, единую компьютерную систему JASDAQ (Japanese Association of Securities Dealers Automated Quotation System) в Японии (таблица 5).

В России первое появление внебиржевых торговых систем приходится на период с 1992 г. по 1995 г. За это время было предпринято несколько попыток создать торговые системы внебиржевого рынка: созданная компанией “Брок-Инвест–Сервис” в 1992 г. первая в России телекоммуникационная система внебиржевой торговли ELBIS, а также многочисленные проекты 1994 г. – НТБС, Elm-Net, PicoNet, ExNet и другие. Также, производились попытки реализовать проекты корпорации “АСТ”, проекты с участием “КПМГ Пит Марвик”. Большинство из этих попыток не имели успеха в своей работе по причинам отсутствия деловой активности на рынках, проблем расчётов по сделкам, отсутствия средств. В этих системах не предусматривалось саморегулирование, что приводило к отсутствию доверия между различными участниками рынка.

### Наиболее перспективные внебиржевые площадки мира

Торговая площадка	Характеристика
<p>Площадка альтернативных инвестиций Лондонской биржи ценных бумаг (AIM) (www.londonstockexchange.com)</p>	<p>Позиционирует себя как площадку для привлечения инвестиций средними игроками и создает для этого все условия. Преимущество размещения на AIM включают:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– разумные минимальные требования к эмитенту, т.е. отсутствие требований основной площадки, включая требование об обязательном предшествующем обороте каких-либо ценных бумаг эмитента и требование о минимальном количестве котирующихся акций;</li> <li>– оптимальная стоимость привлеченных средств. Расходы и затраты составляют обычно 4 – 6 % от инвестиций;</li> <li>– сроки подготовки и проведения размещения и услуги консультантов. В зависимости от объема работ и сектора экономики, в котором работает эмитент, срок подготовки может занимать от шести до трех месяцев;</li> <li>– менее жесткие в отличие от основной площадки требования к эмитенту и акциям после размещения;</li> <li>– в случае заинтересованности AIM является способом закрепления на лондонском рынке капитала, что открывает путь к размещению и котировке.</li> </ul> <p>Операции на AIM регулируются Лондонской биржей ценных бумаг. В системе AIM котируется 1000 компаний.</p>
<p>Венчурная биржа Торонто (TSX Venture Exchange) (www.tsx.com)</p>	<p>До 2002 г. - Канадская Дилинговая Сеть. Целью биржи является «обеспечение венчурных компаний доступом к капиталу наряду с защитой интересов инвесторов». Компании, которые котируются на Венчурной бирже, классифицируются на 3 группы. Каждой группе присущи свои минимальные листинговые требования.</p> <p>Группа 1: крупные компании с наибольшим потенциалом. Группа 2: формирующиеся компании. Группа 3: компании, которые ранее котировались в Канадской дилинговой сети.</p>
<p>Компьютерная система JASDAQ (www.tse.or.jp)</p>	<p>Система создана в 1991 г. по образцу американской системы NASDAQ.</p> <p>По сути, это огромная торговая площадка, принять участие в работе которой может клиент из любой точки мира, так как доступ к площадке виртуальный. Задача владельцев такой площадки двояка: во-первых, привлечь крупные бизнесы, которые пожела-ли бы использовать её для начальной распродажи и дальнейшего обращения своих акций. Во-вторых, привлечь рядовых инвесторов, которые пожела-ли бы приобрести выпущенные акции и торговать ими здесь в дальнейшем.</p>
<p>“Рынок растущих компаний” (GEM - Growth Enterprise Market) Гонконгской фондовой биржи (www.hkgem.com)</p>	<p>Площадка была создана для привлечения ценных бумаг новых и быстрорастущих компьютерных компаний (это своеобразный гонконгский вариант американской площадки Nasdaq). Условием листинга на площадке GEM не является достижение какого-либо конкретного уровня прибыли растущей компанией-кандидатом. GEM опирается в своей философии на принцип «пусть решает рынок» и “покупатель осведомлен”, следовательно “рынок растущих компаний” предназначен, в первую очередь, для информированных инвесторов-профессионалов</p>

Среди основных проблем, которые были характерны для начального этапа развития внебиржевых торговых систем, необходимо выделить следующие:

- отсутствие эффективных механизмов клиринга и расчётов, в особенности длительность оформления номинального владения, а также другие проблемы, связанные с перерегистрацией;
- неэффективность работы учетно-оперативных отделов (back offices) российских брокерских фирм, что может помешать росту оборота и ликвидности;
- несовершенство законодательства, что мешает потоку крупных инвестиций в Россию.

После нескольких лет стихийного развития российского рынка ценных бумаг его участники пришли к выводу, что дальнейшая работа без принятия единых правил поведения на фондовом рынке невозможна. Но это могло стать реальностью только после объединения брокеров в профессиональную ассоциацию, которая установила бы правила и следила за их выполнением.

15 мая 1994 года в Москве представителями 15-ти ведущих компаний была официально учреждена Профессиональная ассоциация участников фондового рынка (ПАУФОР), которая стала прообразом будущей саморегулируемой организации – НАУФОР (Национальная ассоциация участников фондового рынка). Первоначальными задачами ПАУФОР были разработка стандартов торговли ценными бумагами и комплекса мер дисциплинарного воздействия на их нарушителей, а также создание для участников ассоциации внебиржевой компьютерной торговой системы.

Единственной возможностью создать торговую систему оказалась организация внебиржевой торговли между членами ассоциации, которые добровольно обязались придерживаться взаимных договоренностей, правил информационной открытости и единого документооборота. Для обслуживания внебиржевого рынка акций была выбрана американская система ПОРТАЛ. В конце 1994 года систему установили в брокерских фирмах - членах ПАУФОР и были проведены пробные торги. Летом 1995 года на смену ПОРТАЛ пришла Российская торговая система (РТС). Тогда участники торгов, обладавшие терминалами РТС, могли выставлять котировки и по телефону договариваться о заключении и исполнении сделки. РТС исполняла роль индикатора котировок, а переход прав собственности на бумаги происходил вне системы.

На сегодняшний день РТС получила статус фондовой биржи, проводит торги по ценным бумагам, срочным инструментам и иностранной валюте. РТС включает в себя как биржевой, так и внебиржевой рынок. Система позволяет ее участникам в режиме реального времени выставлять котировки, получать оперативную информацию о состоянии рынка и за-

ключать сделки. Сделки могут заключаться по телефону или собственно через торговую систему.

В настоящее время Группа РТС объединяет рынки, различающиеся как по обращающимся инструментам, так и по системе организации торговли и расчетов. В их числе:

- Классический рынок РТС;
- Биржевой рынок РТС, в том числе рынок акций ОАО “Газпром”
- FORTS – фьючерсы и опционы в РТС с расчетами в рублях;
- RTS Board – система индикативного котирования акций, не допущенных к обращению в РТС.

В рамках внебиржевой торговли можно рассматривать классический рынок РТС и RTS Board.

### **Классический рынок акций РТС.**

Классический рынок начал работу 5 июля 1995 году.

С самого начала торгов Российская Торговая Система была построена на базе неанонимных котировок без предварительного депонирования ценных бумаг и денежных средств, что позволяет организовать торги по максимально широкому спектру ценных бумаг.

Главным преимуществом неанонимной торговли является возможность “улучшить цену”, позвонив выставившему котировку участнику и договорившись с ним о заключении сделки в спрэде. Знать контрагента важно еще и для того, чтобы управлять рисками торговли без предварительного депонирования. Кроме того, возможность договориться с контрагентом о нестандартных условиях расчетов увеличивает вероятность заключения сделки.

Расчеты по сделкам, заключенным в режиме неанонимной торговли производятся на условиях “поставка против платежа” с постдепонированием активов, либо возможна торговля на условиях свободной поставки (предоплаты или предпоставки).

Торговля на условиях “поставка против платежа” с постдепонированием активов подразумевает, что на момент исполнения сделки стороны переводят активы (деньги и ценные бумаги) в Расчетный банк и Расчетный депозитарий на специальные счета. Биржа, проверив наличие активов на счетах, осуществляет их одновременный перевод контрагентам. Стандартный срок исполнения обязательств составляет 3 дня с момента заключения сделки. Расчеты по заключенным сделкам производятся в российских рублях и в иностранной валюте. Информацию об исполнении сделок на условиях “поставка против платежа” РТС получает из расчетной системы.

При условиях свободной поставки стороны, заключив сделку, могут самостоятельно договариваться о месте, дате, способе и валюте расчетов.

Параметры расчетов сделки фиксируются в договоре купли – продажи, оформляемом в Центре электронных договоров (ЦЭД) согласно условиям Торгового соглашения РТС.

Участники обязаны направлять в РТС отчеты об исполнении сделок, заключенных на условиях свободной поставки.

Выставление котировок производится через Рабочую станцию RTS Plaza. Торговый день режима неанонимной торговли совпадает со временем торгов всех рынков акций РТС и длится с 10:30 до 18:45 московского времени.

Список бумаг, допущенных к торгам в режиме неанонимной торговли Классического рынка РТС, – самый широкий среди всех организованных рынков России – более 300 акций и облигаций, за исключением торгуемых в анонимном режиме.

Анонимная торговля на Классическом рынке РТС осуществляется с 15 ноября 2005г. по наиболее ликвидным акциям (АО “Татнефть”, АО “ГМК Норильский никель”, ОАО НК “ЛУКОЙЛ”, ОАО МТС, РАО “Ростелеком”, АО “Сургутнефтегаз”, РАО “Единая энергетическая система”).

По данным ценным бумагам не раскрывается информация о коде участника, выставившего безадресную заявку. Котировки принимаются только на условиях “поставка против платежа” с расчетами в долларах США, а заключение сделок происходит в режиме двойного аукциона встречных заявок. Подавать безадресные заявки могут только участники, прошедшие процедуру допуска к торгам в анонимном режиме. Торговый день режима анонимной торговли совпадает со временем торгов всех рынков акций РТС и длится с 10:30 до 18:45 московского времени.

Цены, формирующиеся на Классическом рынке РТС, являются общепризнанным ориентиром для инвесторов, совершающих операции с российскими акциями и депозитарными расписками на них как через РТС, так и на внебиржевом рынке и на биржевых площадках России, Европы и США. Информация о торгах в РТС транслируется огромному числу потребителей в России и за рубежом и является базой расчета главного индикатора фондового рынка России - индекса РТС.

### **RTS Board.**

RTS Board – это информационная система, предназначенная для индикативного котирования ценных бумаг (акций, облигаций), не допущенных к торгам в НП “Фондовая биржа “Российская Торговая Система”. В настоящее время в RTS Board обращается более 780 ценных бумаг 623 эмитентов. Задача системы привлечь внимание инвесторов на перспективные ценные бумаги. Некоторые из них уже переведены из RTS Board в список ценных бумаг, допущенных к торгам на рынках Группы РТС.

Участниками RTS Board являются более 250 крупнейших банков и инвестиционных компаний. Подключиться к системе может любая орга-

низация, обладающая лицензией профессионального участника рынка ценных бумаг. Участники торгов НП "Фондовая биржа "Российская Торговая Система" получают доступ к системе RTS Board автоматически.

Пользователю RTS Board предоставляются следующие возможности:

- ввод и просмотр индикативных котировок по ценным бумагам, включенным в RTS Board;
- возможность оформления договоров в Центре электронных договоров (ЦЭД);
- заключение сделок на условиях: свободная поставка, свободная поставка с оформлением в ЦЭД и “поставка против платежа” (ППП);
- информация о ценных бумагах и компаниях-участниках RTS Board;
- оперативное общение on-line с представителями участников RTS Board;
- доступ в режиме просмотра к биржевым рынкам РТС.

Торговля в системе RTS Board проводится на условиях “поставка против платежа” или свободной поставки с расчетами в рублях или долларах США.

Основанием рассмотрения вопроса о включении ценных бумаг в листинг RTS Board является заявление на включение ценных бумаг в Перечень, направленное членом партнерства или пользователем системы RTS Board в Департамент листинга. В соответствии с утвержденным Советом директоров НП РТС "Порядком допуска ценных бумаг к системе RTS Board" в систему могут быть включены ценные бумаги, выпущенные эмитентами (управляющими компаниями), в соответствии с требованиями действующего законодательства Российской Федерации.

Система RTS Board является эффективным инструментом первоначального повышения ликвидности ценных бумаг.

В нынешнем своем виде РТС уже вышла за статус внебиржевого рынка. Для внебиржевого рынка характерно отсутствие единого центра организации торгов, одновременное заключение сделок в разных местах, отсутствие единого курса по обращающимся на нем ценным бумагам. Для РТС же характерна организационная целостность самой системы и жесткая организация торгов в ней, единое место и время проведения торгов, выставление котировок по обращающимся в РТС ценным бумагам и выпуск биржевых бюллетеней. По своему содержанию РТС ближе к фондовой бирже, но бирже не в традиционном понимании, а бирже телекоммуникационной – возможно, бирже будущего.

Кроме классического рынка РТС и системы RTS Board являются примерами внебиржевой торговли в Российская Внебиржевая Сеть и Внебиржевая Вексельная Система.

В рамках Российской Внебиржевой Сети<sup>11</sup> (РВС) существует несколько направлений – РВС Векселя, Металлторг, Зерно Он-Лайн. Наи-

---

<sup>11</sup> [www.rvs.ru](http://www.rvs.ru)

большой интерес представляет направление РВС–Векселя, так как остальные направления связаны с товарами, а не с ценными бумагами.

Система РВС–Векселя является глобальной распределенной информационной системой, которая обеспечивает свободный и оперативный обмен актуальной коммерческой информацией на долговом рынке России.

Доступ в систему РВС–Векселя производится с помощью терминала, который может быть установлен в любом удобном для пользователя месте (при наличии телефонной линии) или одновременно в нескольких местах. Терминал представляет из себя программу, которая устанавливается на обычный компьютер с операционной системой Windows, имеющий выход в Интернет. Данная программа позволяет «входить» в систему РВС–Векселя и выполнять все необходимые операции.

Информация, введенная в терминал, после сеанса связи с сервером распространяется по всем терминалам, т.е. фактически немедленно становится общедоступной. Во время этого же сеанса связи пользователь получает информацию, размещенную с других терминалов.

Систему РВС–Векселя можно рассматривать как один глобальный банк информации, доступ к которому осуществляется через терминал. На каждом из терминалов хранится копия этого банка информации, которая обновляется при каждом сеансе связи с сервером системы. Эта особенность позволяет терминалу и системе в целом работать быстро, надежно и экономно.

Для конечного пользователя терминала все технологические особенности реализации системы РВС–Векселя скрыты и защищены от некорректного (либо сознательно недобросовестного) использования. Вся работа с терминалом, помимо выполнения непосредственных функций (размещение, модификация, просмотр, анализ и поиск заявок), сводится к нажатию одной кнопки связи с сервером РВС (в режиме автоматической связи не нужно даже этого) и не требует никакой дополнительной квалификации.

С технической точки зрения система РВС–Векселя реализована в архитектуре клиент-сервер, роль клиентов выполняют терминалы, устанавливаемые в любом удобном для пользователей системы месте, а роль серверов выполняют специализированные сервера РВС, оптимальным образом территориально распределенные для равномерного, гарантированного и максимально быстрого обслуживания терминалов. Для связи терминалов с серверами РВС используются широко распространенные каналы сети Интернет, что обеспечивает высокую надежность и низкую стоимость коммуникаций.

Терминал системы РВС–Векселя позволяет просматривать, вносить, изменять и удалять заявки в общей базе данных системы, а также предос-

тавляет необходимые сервисные функции по обработке, анализу и поиску информации. Кроме того, терминал осуществляет сеанс связи с сервером системы РВС–Векселя для обновления базы данных.

С помощью терминала системы РВС–Векселя возможно проведение переговоров и почтовой переписки по вопросам заключения сделок через Интернет, что позволяет частично отказаться от международных и междугородних звонков по телефону.

Каждый участник системы РВС может выполнять следующие операции:

- просмотр заявок, выставленных остальными участниками системы РВС. Существует возможность просмотра всех заявок, либо заявок только определенного типа, например, на покупку или продажу векселей определенного эмитента, выставленных с определенных терминалов и т.д.;
- внесение своих заявок на покупку или продажу векселей. Допускается вносить заявки на срок от 1 до 7 дней;
- изменение и удаление своих заявок;
- поиск заявок в базе данных по таким параметрам, как дата внесения заявки, эмитент и примечание к ней;
- просмотр справочника, содержащего подробную информацию по эмитентам и организациям, которым принадлежат терминалы;
- размещение объявления на публичной доске объявлений, что позволяет оперативно информировать участников рынка о существенных событиях на рынке. Кроме того, доска объявлений используется в качестве средства неформального общения участников системы РВС;
- отправление сообщения – на терминал любого участника можно отправлять сообщения и таким образом вести деловую переписку;
- экспорт списка заявок в формат таблиц Microsoft Excel;
- расчет доходности векселей. В терминал встроен финансовый калькулятор, позволяющий по трем известным параметрам из следующих четырех: цена, дата внесения, дата погашения и доходность векселя, вычислять четвертый.

Внебиржевая Вексельная Система<sup>12</sup> предназначена для обмена в режиме реального времени информацией на внебиржевом рынке векселей, зачетов, тарифов и других долговых обязательств. Система позволяет осуществлять on-line доступ к базе данных внебиржевой информации: предложений на покупку/продажу векселей, текстовых сообщений, справочных сведениях о векселях, векселедателях и участниках системы.

На сегодняшний день ВВС – это огромный массив оперативных данных по вексялям, долгам и зачетам в режиме on-line (более 13 000 котировок от более 300 операторов), а также самые последние новости по

---

<sup>12</sup> [www.bbc.finmarket.ru](http://www.bbc.finmarket.ru)

вексельному рынку, доступ к записям текущего дня и самой большой в России архивной базе ИА “Финмаркет” по внебиржевому рынку векселей, долгов, зачетов, котировки банковских долгов на организованных площадках (МФК-Ренессанс, МФК, РТС, МФД, ИК Регион), процентные банковские векселя, средняя и лучшая доходность внебиржевого рынка векселей, аналитика, нормативные документы, информация по похищенным и утраченным векселям, арбитражная практика и др. На сегодняшний момент в системе ВВС зарегистрированы более 1,5 тысяч компаний.

#### **Контрольные вопросы:**

- 1) Дайте характеристику внебиржевого рынка ценных бумаг.
- 2) Что представляют собой третьи и четвертые рынки ценных бумаг?
- 3) Какими причинами обусловлено создание параллельных рынков?
- 4) Из каких элементов состоит система внебиржевой торговли в России?
- 5) Технология заключения сделок на Классическом рынке РТС
- 6) Приведите примеры зарубежных внебиржевых торговых систем.

#### **Рекомендуемая тематика докладов и дискуссий:**

- 1) Международные тенденции развития фондовых бирж и внебиржевых торговых систем.
- 2) Техника брокерских операций на внебиржевом рынке.

## **3. Виды сделок и операций с ценными бумагами**

### **3.1. Сделки и операции с ценными бумагами: классификация, перечень видов и экономическое содержание**

**Биржевая сделка** – взаимное соглашение о передаче прав и обязанностей в отношении ценных бумаг, которое достигается участниками торгов в ходе биржевого торга, регистрируется на бирже в установленном порядке и отражается в биржевом договоре.

Сделки с ценными бумагами заключаются на биржевом и внебиржевом рынках. При этом покупатели и продавцы, заключая сделку, могут взаимодействовать напрямую или действовать через посредников.

Сделки без участия посредников имеют место на стихийном (“уличном”) рынке, на организованном биржевом рынке при заключении сделок между дилерами, а также при использовании внебиржевых электронных торговых систем.

Посредниками между покупателями и продавцами могут являться профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие брокерскую, дилерскую деятельность или деятельность по доверительному управлению ценными бумагами.

В зависимости от срока исполнения биржевые сделки делят на **кассовые** и **срочные**.

**Кассовые сделки** – это сделки, полный расчет по которым происходит в течение определенного срока, равного  $T + n$  дней, где  $T$  – день совершения сделки (от англ. trade – сделка). Кассовые сделки могут быть простые и с маржой.

Простая кассовая сделка характеризуется тем, что она заключается на имеющиеся у клиента в наличии ценные бумаги (при продаже) или денежные средства (при покупке).

**Маржинальная торговля** (сделки с “плечом”) заключается в приобретении клиентом ценных бумаг на денежные средства, предоставленные брокером, или продаже ценных бумаг, предоставленных брокером. Кредитование клиента брокером осуществляется под залог денежных средств и/или ценных бумаг, находящихся на счете клиента у брокера. При этом клиент может проводить операции с ценными бумагами и денежными средствами, которые находятся в залоге.

При покупке ценных бумаг “с плечом” клиент оплачивает только часть стоимости акций собственными денежными средствами, а остальная сумма предоставляется брокером в заем. Такие сделки целесообразны при росте курсовой стоимости, а их цель – извлечение дополнительной прибыли в случае превышения прироста курсовой стоимости над стоимостью кредита.

Продажа ценных бумаг, взятых в займы (**продажа “без покрытия”**, или **“короткая” продажа**) используется, когда участник фондового рынка ожидает падения цены на данные ценные бумаги. Клиент продает акции, которыми фактически не владеет, а занимает их у брокера. Если ожидание продавца оправдывается, и курс одолженных акций падает, он погашает заем такими же ценными бумагами, приобретенными по более низкой стоимости.

Маржинальная торговля связана с повышенным риском как для покупателей и продавцов, так и для брокеров. Поэтому существуют строгие правила регулирования таких сделок. К примеру, исключаются сделки с акциями тех компаний, которые испытывают особо резкие колебания. Кроме этого, для ограничения риска брокер устанавливает так называемые нормативные уровни маржи и рассчитывает для каждого клиента текущий уровень маржи.

В настоящее время максимально возможное плечо, разрешенное ФСФР при маржинальном кредитовании, составляет 1:1. На 1 рубль собственных средств клиента предоставляется 1 рубль заемных.

Если клиент не использует заемные средства, то уровень маржи равен 100 процентов. При падении этой величины ниже ограничительного уровня 50 процентов брокер уже не даст возможности для открытия новых позиций. При неблагоприятном для клиента движении цены акции текущий уровень маржи будет уменьшаться.

При падении уровня маржи до нормативного уровня 35%, брокер направляет клиенту требование поднять уровень маржи до ограничительного. Клиент должен сделать дополнительный взнос в виде денежных средств или ценных бумаг, либо закрыть часть позиций.

Критический уровень маржи составляет 25 процентов. Это уровень маржи, при котором брокер осуществляет принудительное закрытие позиции (принудительно фиксируется убыток).

Уровень маржи рассчитывается по формуле:

$$U_pM = \frac{ДСК + СЦБ - ЗК_б}{ДСК + СЦБ} \times 100\%, \quad (6)$$

где  $U_pM$  – уровень маржи;

ДСК – сумма денежных средств клиента;

СЦБ – рыночная стоимость ценных бумаг клиента;

$ЗК_б$  – задолженность клиента перед брокером по займу.

В отношении клиентов, имеющих в наличии и предоставляющих в обеспечение займа средства на сумму не менее 600 тыс. рублей, являющихся пользователями брокерских услуг в течение периода не менее шести месяцев и совершающим маржинальные сделки в течение не менее трех месяцев применяется иной порядок совершения маржинальных сделок. Данная категория клиентов имеет возможность проводить маржинальные операции с увеличенным плечом “один к трем”, а брокеры в договоре с ними вправе установить ограничительный уровень маржи не менее 25% и уровень маржи для направления требования – не менее 20%<sup>13</sup>.

Список акций, с которыми клиенты могут совершать маржинальные сделки и которые принимаются в качестве обеспечения сделок при маржинальной торговле, формируется брокером самостоятельно. В список могут быть включены любые ценные бумаги, допущенные к торгам одного из организаторов торгов, и удовлетворяющие критериям ликвидности, установленными ФСФР России.

**Срочные сделки** – это сделки, по которым продавец обязуется представить ценные бумаги к установленному сроку, а покупатель принять их и оплатить по условиям сделки.

---

<sup>13</sup> приказ ФСФР «Об утверждении порядка совершения маржинальных сделок профучастниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую деятельность для определенной категории клиентов»

В зависимости от способа установления цены срочные сделки можно дифференцировать на несколько видов:

- цены фиксируются на уровне курса биржевого дня заключения сделки. Это фактически обычная сделка на фондовый товар с отсрочкой поставки и платежа;
- цена при заключении сделки не оговаривается, а расчеты производятся по курсу дня исполнения сделки;
- в качестве цены бумаги принимается ее курс любого, но заранее оговоренного биржевого дня, в период от дня заключения сделки до дня окончания расчетов.

В зависимости от механизма заключения срочные сделки могут быть простыми (твердыми), условными (на разнице), пролонгационными.

Простые (твердые) сделки – это сделки, полный расчет по которым производится в установленный срок в будущем (цена финансового инструмента определяется в момент заключения сделки). В этом случае сделки предоставляют возможность приобретения и реализации ценных бумаг по твердой цене.

**Срочные сделки “на разницу”** – это сделки, по истечении которых один из контрагентов должен уплатить сумму разности между курсами, установленными при заключении сделки, и курсами, фактически сложившимися в момент ликвидации сделки. Такого рода сделки носят скорее игровой (спекулятивный) характер. Контрагенты в этом случае не будут выполнять условия сделки: продавец передавать в установленный срок проданные ценные бумаги, а покупатель принимать эти бумаги. Продавец, как правило, не располагает ценными бумагами в течение всего срока “исполнения” сделки, целью которой является получение разности между курсами.

**Пролонгационные сделки** используют биржевые спекулянты, когда изменение стоимости акций к моменту завершения контракта не отвечает их планам, и ликвидация этой сделки не принесет ожидаемой прибыли. Поэтому спекулянт продлевает срок исполнения сделки, т.е. пролонгирует ее.

Существует два вида пролонгационных сделок, определяющих положение биржевого игрока на рынке: **репорт** и **депорт** (“быки” – репортируют, “медведи” – депортируют).

**Репорт** – пролонгационная срочная сделка по продаже ценной бумаги “промежуточному” владельцу на заранее указанный срок в договоре по цене ниже цены ее обратного выкупа биржевиком в конце этого срока.

Спекулянт прибегает к репорту, когда прогнозируемый им рост курса, который бы принес прибыль от проведения биржевой операции, не состоялся. Если же биржевик уверен в правильности своего расчета по повышению курса и готов увеличить риск, тот он заключает пролонгационную сделку или репортирует.

Когда срок договора по срочной сделке истек, биржевик вынужден привлечь банк или иного кредитора, который на время за процент согласится занять позицию продавца. Причем банк, в отличие от биржевика, уже вложил средства в сделку, расплатившись ими с контрагентом биржевика, поэтому его процент не может быть ниже среднерыночного.

**Пример.** Спекулянт заключает форвардную сделку на покупку ценных бумаг по цене 150 долл. США со сроком исполнения 01.03. Сложившаяся к моменту исполнения сделки цена стала 160 долл. США. По расчетам спекулянта в течение месяца цены повысятся, и он заключает сделку репорт на 1 месяц под 12 процентов годовых. К моменту осуществления сделки цена стала 162 долл. США. Оправдана ли пролонгация?

Определяем по какой цене покупатель должен будет выкупить у банка ценные бумаги:  $150 + (0,12/12 \times 1) = 151,5$  долл. США

Таким образом, покупатель выкупает ценные бумаги по 151,5 долл. США и продает на бирже по 162 долл. США

Прибыль от пролонгации составила  $162 - 151,5 = 10,9$  долл. США

Прибыль без пролонгации составила бы  $160 - 150 = 10$  долл. США

Вывод: пролонгация была выгодна.

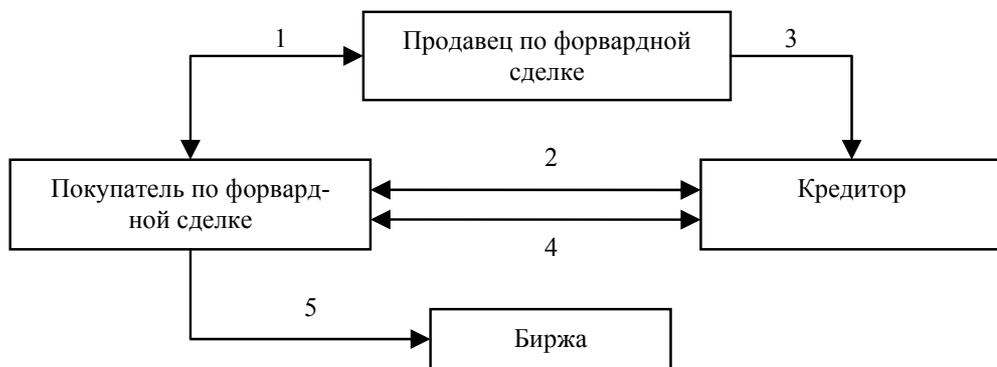


Рис. 10. Сделка репорт

1. Заключение срочного контракта на поставку ценных бумаг.
2. Заключение сделки репорт.
3. Покупка ценных бумаг кредитором.
4. Обратный выкуп ценных бумаг покупателем по форвардной сделке у кредитора.
5. Продажа этих ценных бумаг на бирже по более высокому курсу.

**Депорт** – операция, обратная репорту. К этой сделке прибегает спекулянт, играющий на понижение – “медведь”, когда курс ценной бумаги не понизился или понизился незначительно и он рассчитывает на дальнейшее понижение курса. Депорт – сделка, связанная с привлечением кредита в виде ценных бумаг с обязательством их последующего возврата.

**Пример.** Спекулянт заключил форвардную сделку на продажу ценных бумаг 01.08. по 100 долл. США. К моменту исполнения сделки цена составила 97 долл. США, но он надеется, что через 2 месяца цена еще снизится. С этой целью он решает продолжить сделку, заключив сделку депорт на 2 месяца под 12 процентов годовых с кредитором, который готов предоставить ему ценные бумаги займы, продав их первоначально по более высокому курсу, чем сделочная цена обратного выкупа этих акций спекулянтом. К моменту осуществления сделки цена составила 90 долл. США.

Определяем по какой цене продавец по форвардной сделке будет обязан 01.10. продать ценные бумаги кредитору:  $100 - (100 \times 0,12 / 12 \times 2) = 98$  долл. США

Таким образом, спекулянт покупает ценные бумаги 01.10. на бирже по сложившемуся курсу 90 долл. США и продает кредитору по цене 98 долл. США

Прибыль составила 8 долл. США

Прибыль без пролонгации составила бы  $100 - 97 = 3$  долл. США

Вывод: пролонгация оправдана.

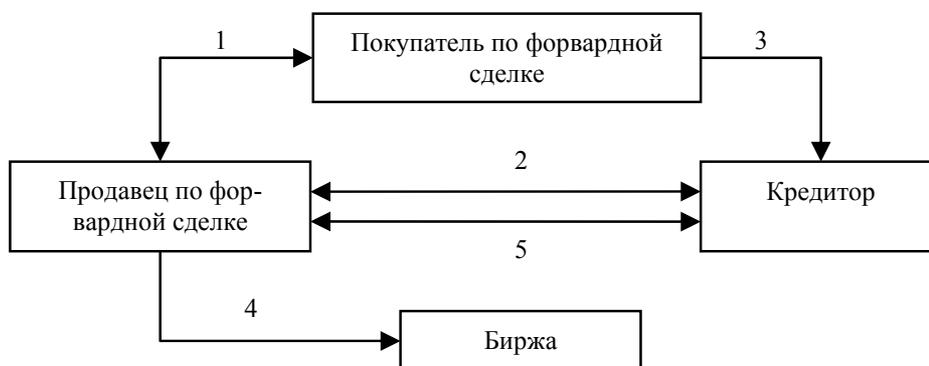


Рис. 11. Сделка депорт

1. Заключение форвардного контракта на продажу ценных бумаг.
2. Заключение сделки депорт.
3. Продажа ценных бумаг кредитором по условиям форвардной сделки.
4. Покупка ценных бумаг на бирже по более низкому курсу.
5. Исполнение обязательств по сделке депорт.

Существуют определенные разновидности срочных сделок, которые обязывают заключающие стороны выполнять различные условия контрактов. К ним, прежде всего, относятся сделки с залогом, сделки с премией, опционные и фьючерсные.

**Сделки с залогом** – это сделки, в которых контрагент выплачивает другому заинтересованному в сделке лицу определенную договором ме-

жду ними сумму денег. Эта сумма денег является гарантией исполнения своих обязательств.

**Сделки с премией** могут быть с правом выбора времени, простые, твердые, стеллажные.

**Сделки с правом выбора времени исполнения договора** – это сделки с премией, при которых плательщику премии предоставляется право исполнить принятые на себя обязательства по своему усмотрению в тот или иной срок в течение известного периода времени. Отказаться же от исполнения договора он не может.

**Сделки с премией простые** – это сделки, при которых контрагент, заплативший премию, имеет право либо совершить сделку, либо отказаться от нее, потеряв при этом уплаченную премию.

**Сделки с премией твердые** – сделки, согласно которым ее участники берут на себя обязательство по поставке и покупке ценных бумаг в определенный срок, причем условия сделки не подлежат изменению.

**Сделки с премией свободные** – это сделки, при которых плательщик премии имеет право отказаться от приема (поставки) определенной части установленного количества ценных бумаг.

**Стеллажные сделки** – это сделки, при которых плательщик премии получает право выбора между покупкой или продажей и может в день ликвидации или купить оговоренные в договоре ценные бумаги по условленному высшему курсу или самому их поставить по условленному низшему курсу. Разница между курсами определяет размер премии.

Особое место в срочных сделках занимают опционные и фьючерсные сделки.

### **3.2. Фьючерсные и опционные сделки**

Опционы и фьючерсы относятся к так называемым производным финансовым инструментам (derivatives). Финансовый инструмент называется производным, если его стоимость зависит от цены некоторого базисного актива (товара, валюты, акции, облигации), процентной ставки, фондового индекса, температуры или иного количественного показателя.

Фьючерсная сделка осуществляется на основе фьючерсных контрактов. **Фьючерсный контракт** – это стандартный биржевой договор купли-продажи финансового актива в определенный момент времени в будущем по цене, установленной сторонами сделки в момент ее заключения.

Цель фьючерсной торговли заключается не в купле-продаже первичного актива, а в получении положительной разницы в ценах от операций по купле-продаже фьючерсных контрактов. Фьючерсная торговля имеет преимущественно спекулятивный характер.

Понимание фьючерсного контракта лучше всего достигается при его сравнении с форвардным контрактом. Фьючерсные контракты – это те же

форвардные контракты, обладающие рядом дополнительных свойств или отличительных особенностей. Основные отличия фьючерсных контрактов от форвардных и других не биржевых видов контрактов приведены в таблице 6.

Таблица 6

**Сравнение фьючерсного контракта с форвардным контрактом**

Характеристики контракта	Фьючерсный контракт	Форвардный контракт
Сфера обращения	Фондовая биржа	Внебиржевой рынок
Стороны договора	Расчетная палата – общий покупатель и продавец; конкретные партнеры в контракте обезличены	Два конкретных хозяйственных агента
Эмитент и гарант	Расчетная палата	Отсутствуют
Количество актива по контракту	Устанавливается биржей. Можно торговать только целым числом контрактов	Меняется в зависимости от потребностей покупателя (продавца)
Качество, база, время поставки	Определяется биржевой спецификацией	Устанавливается сторонами сделки в договорах
Частота поставки базового актива	<2 %	100%
Ликвидность	Зависит от биржевого актива. Обычно очень высокая.	Часто ограничена. Рынок может иметь место только для одного покупателя.
Риск	Минимален или отсутствует по зарегистрированному биржей фьючерсному контракту	Присутствуют все виды рисков. Уровень зависит от кредитного рейтинга клиента
Маржа (гарантийный залог)	Определяется правилами торгов	Обычно отсутствует. Зависит от степени доверия сторон
Регулирование	Регулируется биржей и соответствующими государственными органами	Слаборегулируемый

Итак, отличительными чертами фьючерсного контракта являются:

1. Биржевой характер. Фьючерсный контракт – это биржевой договор, который разработан на данной бирже, и обращаться может только на ней. Внебиржевой срочный контракт с признаками фьючерса называется форвардным контрактом.

2. Стандартизация договора по всем параметрам (наименование фондового актива, объем, срок исполнения и т.д.), кроме цены. Цена контракта устанавливается участниками сделки на момент ее заключения.

3. Биржа является гарантом выполнения обязательств по контракту для участников сделки, т.е. в случае невыполнения обязательств по сделке кем-то из ее участников, его обязательства выполнит биржа.

4. Особый механизм заключения, обращения и исполнения сделок. Следствием этого являлась специализация некоторых фондовых бирж

исключительно по работе с фьючерсными контрактами, поэтому такие биржи получили название фьючерсных бирж.

Фьючерсные контракты можно разделить на две основные группы: товарные и нетоварные фьючерсы. В группу товарных фьючерсов входят: сельскохозяйственная продукция, промышленное сырье, нефть и нефтепродукты, драгоценные и цветные металлы и т.п. Базовым активом нетоварных фьючерсов являются ценные бумаги, валюта индексы биржевых курсов акций, процентные ставки и т.д.

На сегодняшний день в России существуют фьючерсы только на ценные бумаги, валюты и индексы.

Основная торговля фьючерсными контрактами ведется на крупнейших торговых площадках России:

- секция срочного рынка ММВБ;
- срочный рынок фьючерсов и опционов в РТС (FORTS).

В Секции срочного рынка ММВБ организованы торги фьючерсами на доллар США и евро, и на акции (ОАО “Лукойл”, ОАО “Сургутнефтегаз”, РАО “ЕЭС России”).

Рынок FORTS в системе РТС предлагает участникам торгов самый широкий спектр фьючерсных контрактов, базисными активами которых являются акции российских эмитентов (РАО “ЕЭС России”, ОАО “Газпром”, ОАО “Лукойл”, ОАО “Ростелеком”, ОАО “Сургутнефтегаз”, ОАО “ГМК Норильский никель”, ОАО “Сбербанк России” ), индекс РТС, облигации и иностранная валюта.

Стандартизация объема базового актива, на который заключается фьючерсный контракт, позволяет каждой стороне сделки знать заранее, какое количество актива подлежит купле–продаже (например, фьючерсный контракт на курс доллара США в РТС составляет 1000 долларов). В результате фьючерсная торговля является торговлей целым числом контрактов, и купля–продажа активов, объем которых не кратен установленной стандартной партии, невозможна.

Любой фьючерсный контракт имеет ограниченный срок существования (большинство фьючерсов – это ежеквартальные контракты, которые истекают в месяцах: март, июнь, сентябрь, декабрь).

В течение этого срока может осуществляться купля–продажа фьючерса. С наступлением даты, указанной в контракте, должна быть произведена поставка лежащего в его основе актива и окончательные денежные расчеты по нему. Биржевые торги прекращаются за несколько дней до наступления срока поставки. Поскольку на бирже ежедневно ведется торговля фьючерсами с разным сроком исполнения, создается специальный биржевой календарь, где отражаются даты исполнения всех торгуемых фьючерсных контрактов.

Существует общепринятый стиль обозначения фьючерсных контрактов. На срочном рынке РТС используются 4–х символьные тикеры,

состоящие из кода базового актива (2 символа), месяца исполнения (1 символ), год исполнения (1 символ). Например, тикер ESU5 означает “контракт на акции РАО “ЕЭС России” с котировками в рублях и исполнением 16<sup>14</sup> сентября 2005 года”.

Первоначальная покупка или продажа фьючерса называется открытием позиции. При этом покупка контракта называется открытием длинной позиции (длинный фьючерс), а продажа контракта – открытием короткой позиции (короткий фьючерс).

**Купить фьючерсный контракт** – значит, взять на себя обязательство в заранее оговоренный срок принять от биржи первичный актив, уплатив за него цену, установленную в момент заключения контракта.

**Продать фьючерсный контракт**, значит, взять на себя обязательство поставить бирже первичный актив, когда наступит срок исполнения контракта и получить за него денежные средства, соответствующие цене продажи этого контракта.

Продавец или покупатель имеют право в любой момент времени до истечения срока действия фьючерсного контракта ликвидировать свои обязательства по нему путем заключения сделки, противоположной ранее сделанной, или офсетной сделки<sup>15</sup>. При проведении офсетной сделки необходимость в поставке базового актива отпадает, так как позиция по контракту зарывается. Поэтому по истечении срока контракта выплачивается лишь разница в ценах (между фьючерсной ценой, по которой был заключен контракт, и текущей ценой в момент наступления срока поставки). В итоге фьючерсные контракты редко исполняются – реальной поставкой актива заканчивается менее 2 процентов всех заключенных сделок.

Фьючерсы обычно торгуются с премией к цене акции.

Цена фьючерсного контракта в общем случае будет рассчитываться по следующей формуле:

$$C_{\phi} = C_a + C_a \times P \times \frac{D}{360}, \quad (7)$$

где  $C_{\phi}$  – стоимость фьючерсного контракта на биржевой актив;

$C_a$  – рыночная цена базового актива на физическом рынке;

$P$  – банковский процент по депозитам;

$D$  – число дней до окончания срока действия фьючерсного контракта или его закрытия.

---

<sup>14</sup> На рынке FORTS в системе РТС днем исполнения фьючерсного контракта на акции является 15-е число месяца исполнения или следующий за ним торговый день (в случае праздников)

<sup>15</sup>Офсетная сделка – это сделка с тем же видом ФК, с тем же количеством ФК, с тем же сроком исполнения ФК, но противоположная ранее заключенной сделке.

Ситуация, когда цены по срочным сделкам превышают цены на реальный актив, а котировки дальних позиций выше котировок ближних позиций называется “контанго” (от англ. contango или нормальный рынок), обратное соотношение цен на рынке называется “бэквордэйшн” (от англ. backwardation или перевернутый рынок).

Поскольку держатели фьючерсов не имеют права собирать дивиденды, цена фьючерса должна быть скорректирована на существующее значение платежей дивиденда, ожидаемых до экспирации<sup>16</sup>. То есть, если биржевой актив приносит определенный доход, например дивиденд по акции, то этот доход вычитают из банковской процентной ставки и формула принимает следующий вид:

$$C_f = C_a + C_a \times (P - P_a) \times \frac{D}{360}, \quad (8)$$

где  $P_a$  – средний размер дивиденда по акции или процента по облигации.

Когда приближается выплата больших дивидендов или если трудно заимствовать базовый актив, то цена фьючерса может быть меньше фактической наличной цены.

Каждый фьючерсный контракт между продавцом и покупателем преобразуется в два новых контракта: между биржей (расчетной палатой) и продавцом и между биржей и покупателем. Расчетная палата выступает как третья сторона во всех фьючерсных сделках, является базой всех расчетов по контрактам, призвана обеспечивать финансовую устойчивость рынка фьючерсов, защиту интересов клиентов, контроль над биржевыми операциями.

Расчетная палата для обеспечения всех расчетов по контрактам взимает с участников сделки гарантированный залог (маржу), размер которого определяется, исходя из рыночных характеристик актива, на который заключен контракт. На фьючерсном рынке существует три вида маржи.

**Первоначальная маржа** – залог, вносимый покупателем и продавцом контракта за каждую открытую позицию. Она составляет от нескольких до десятков процентов от стоимости базового актива. Расчет первоначальной маржи осуществляется по формуле:

$$M = C_k \times P_m / 100, \quad (9)$$

где  $M$  – сумма первоначальной маржи;

$C_k$  – цена фьючерсного контракта на биржевом рынке;

$P_m$  – процентная ставка первоначальной маржи.

**Вариационная маржа** – сумма, исчисляемая ежедневно по итогам торгов по каждой открытой позиции, которую вносит покупатель или про-

---

<sup>16</sup> Экспирация – срок истечения фьючерсного контракта.

давец в клиринговую палату. Маржа списывается со счета или зачисляется на счет участника торгов.

Расчет вариационной маржи в день открытия позиции осуществляется по формуле:

$$M_{\pi} = a \times (\Pi_{\kappa} - \Pi_0), \quad (10)$$

где  $M_{\pi}$  – сумма вариационной маржи;

$a = -1$ , если контракт был продан,

$+1$ , если контракт был куплен;

$\Pi_{\kappa}$  – котировочная цена контракта данной торговой сессии;

$\Pi_0$  – стоимость контракта по цене открытия.

Если  $M_{\pi} > 0$ , то владелец открытой позиции имеет потенциальную прибыль, если  $M_{\pi} < 0$  – убыток.

Расчет вариационной маржи по ранее открытым позициям, не закрытым в данный день:

$$M_{\pi} = a \times (\Pi_{\kappa 1} - \Pi_{\kappa 0}), \quad (11)$$

где  $a = -1$ , если контракт был продан,

$+1$ , если контракт был куплен;

$\Pi_{\kappa 1}$  – котировочная цена контракта данной торговой сессии;

$\Pi_{\kappa 0}$  – котировочная цена контракта в предыдущий торговый день.

Расчет прибыли (убытка) по позиции, зарытой через определенный срок или при исполнении контракта:

$$D = a \times (\Pi_{\kappa} - \Pi_0) + M_{\pi}, \quad (12)$$

где  $a = -1$ , если контракт был продан,

$+1$ , если контракт был куплен;

$\Pi_{\kappa}$  – котировочная цена биржи в день закрытия контракта или его исполнения;

$\Pi_0$  – цена закрытия позиция по контракту или котировочная цена биржи предыдущего дня в случае наступления срока исполнения контракта;

$M_{\pi}$  – накопленная переменная маржа по данной открытой позиции до дня ее закрытия или исполнения.

**Маржа для поддержания позиции** – минимальный депозит, необходимый для поддержания позиции. Если в случае неблагоприятного изменения цен маржа опустится до этого уровня, позиция автоматически закрывается.

Кроме особенностей работы с маржей, торговля фьючерсными контрактами аналогична торговле акциями. Для профессиональных игроков спекуляции с фьючерсами значительно более привлекательны, по сравнению с торговлей другими инструментами. Объясняется это тем, что использование фьючерсных контрактов позволяет проводить операции с высокой доходностью, низкими издержками и минимальными вложе-

ниями средств: маржа на фьючерсах в 15% означает по сути 5-6 кратный кредитный рычаг, отсутствуют депозитарные издержки, низкий размер биржевого сбора.

Тем не менее, фьючерсная торговля является рискованным видом бизнеса. Риски связаны с необходимостью поддержания требуемого размера средств для удержания фьючерсной позиции. Биржа может потребовать внесения дополнительных средств в относительно короткий промежуток времени в следующих случаях:

– при движении рыночной цены фьючерса в противоположном желаемому направлении – со счета спекулянта будет ежедневно списываться вариационная маржа;

– при увеличении волатильности на рынке биржа в установленном порядке может увеличить требования по гарантийному обеспечению контрактов.

Спекулировать можно на динамике цены одного и того же фьючерсного контракта, а также на разнице цен контрактов, которые отличаются между собой стандартными параметрами: сроками исполнения, видами лежащих в их основе активов. Можно спекулировать на разнице цен одинаковых контрактов на разных биржах, на разнице цен физического и фьючерсного рынка.

Успешность спекулятивных операций зависит от правильно разработанной стратегии спекуляции, точности анализа и прогноза цен и умения эффективно управлять капиталом. До начала операции следует установить приемлемое сочетание прибыли и риска.

Наиболее типичными стратегиями на рынке фьючерсных контрактов являются следующие:

1. Открытие длинной или короткой позиции в расчете на последующее изменение фьючерсной цены – это обычная спекулятивная стратегия: купить дешевле, продать дороже, или наоборот, сначала продать фьючерсный контракт, а затем выкупить его по более низкой цене.

Например, спекулянт считает, что акции компании ABC переоценены и принимает решение продать в “шорт” 20 фьючерсов на курс акций компании ABC по цене 4550 руб. за контракт (1 контракт = 1000 акций).

### **Пример 1.**

Цена одной акции	4.550 руб.
Количество контрактов	20
Сумма сделки	91000 руб.
Комиссия (0,2 %)	182 руб.
Гарантийное обеспечение (10 %)	9100 руб.

Таким образом, для проведения операции понадобилось денежных средств на сумму 9282 руб.

Семь дней спустя акции компании ABC котировались по цене 4.050 руб. за акцию, и спекулянт принял решение зарыть позицию, покупая фьючерсные контракты на курс акций компании ABC с той же датой исполнения.

### Пример 2.

Цена одной акции	4.050 руб.
Количество контрактов	20
Сумма сделки	81000 руб.
Прибыль со сделки	10000 руб.
Комиссия (на закрытии отсутствует)	–
Расчеты по кредиту (7 дней, 15 % годовых)	33,37 руб.
Прибыль с учетом расходов на комиссию и кредит	$10000 - 182 - 33,37 = 9784,63$ руб.

Доходность по сделке составляет 105 процентов от первоначального вложения.

2. Покупка (продажа) фьючерсного контракта с одним сроком поставки и одновременная продажа (покупка) этого же контракта с другим сроком поставки.

Основа этой стратегии в том, что цены фьючерсных контрактов с разными сроками исполнения не будут изменяться в одном и том же темпе. Например, если цена контракта с ближним месяцем поставки в силу каких-либо причин увеличивается быстрее, чем цена контракта с дальним месяцем поставки, то стратегия состоит в том, чтобы купить контракт на ближний срок и продать его на дальний срок, и затем, когда цена на ближний месяц увеличится больше, чем на дальний, продать контракт на ближний месяц и купить на дальний. В результате прирост выручки по контракту с ближним месяцем поставки перекроет убыток по контракту с дальним месяцем поставки.

### Пример 3.

01.01.	Покупка валютного фьючерса за 31,70 рублей за доллар с исполнением в марте	Продажа валютного фьючерса за 31,80 рублей за доллар с исполнением в июне
01.02.	Продажа валютного фьючерса за 32 рубля за доллар с исполнением в марте	Покупка валютного фьючерса за 31,90 рублей за доллар с исполнением в июне
Результат	Прибыль $32 - 31,70 = 0,30$	Убыток $31,90 - 31,80 = 0,10$
	Чистая прибыль $0,30 - 0,10 = 0,20$	

Обратная стратегия имеет место, если цена фьючерса с дальним сроком поставки возрастет быстрее, чем с ближним. В этом случае необходимо одновременно: купить контракт с дальним сроком поставки и продать этот же контракт с ближним сроком поставки.

3. Покупка (продажа) фьючерсного контракта на одной бирже и продажа (покупка) такого же фьючерсного контракта (то есть на тот же актив с тем же сроком исполнения) на другой бирже. Данная стратегия основывается на различиях в динамике цен на разных биржах.

**Пример 4.**

01.01.	Покупка валютного фьючерса на бирже А за 31,50 рублей за доллар	Продажа валютного фьючерса на бирже Б за 31,55 рублей за доллар
01.02.	Продажа валютного фьючерса на бирже А за 31,80 рублей за доллар	Покупка валютного фьючерса на бирже Б за 31,70 рублей за доллар
Результат	$31,80 - 31,50 = 0,30$	$31,55 - 31,70 = -0,15$
	Чистая прибыль $0,30 - 0,15 = 0,15$ руб. за доллар	

Глядя на данный пример, можно было бы сказать, что не нужно было проводить такую стратегию – проще было бы купить фьючерсный контракт на бирже А и, подождав месяц, продать его на этой же бирже, получив прибыль в размере 0,30 рублей за доллар. Но в данном случае все дело в риске. На самом деле нет никаких гарантий относительно того, что динамика цен будет именно такой.

Если бы цена на фьючерсный контракт снизилась и на бирже А и на бирже Б, то на бирже А инвестор получил бы убыток. А так как при такой стратегии он играет сразу на двух биржах, то его убыток на бирже А полностью или частично компенсировался бы прибылью от контракта на бирже Б.

4. Покупка (продажа) фьючерсного контракта на актив А и одновременная продажа (покупка) контракта на актив Б, при этом известно, что цена на актив А достаточно тесно связана с ценой на актив Б. Обычно этот относится к фьючерсным контрактам на разные виды облигаций (государственные, муниципальные облигации, краткосрочные и долгосрочные облигации). Направленность изменения цен на взаимосвязанные активы обычно одна и та же, однако степень влияния разная, а, следовательно, и изменения их цен будут отличаться.

**Пример 5.**

01.01.	Покупка ФК на индекс государственных облигаций по цене 85%	Продажа ФК на индекс муниципальных облигаций по цене 90%
01.02.	Продажа такого же контракта по цене 85,10%	Покупка этого же контракта по цене 90,05%
	Прибыль 0,10%	Убыток 0,05%
	Чистая прибыль 0,05% от стоимости контракта	

Таким образом, используя различные стратегии, профессиональные игроки имеют возможность успешно спекулировать фьючерсными контрактами. Однако, помимо спекуляций, фьючерсы чаще используются для хеджирующих операций.

Если спекуляция имеет своей целью получение прибыли от игры на разнице в ценах биржевых активов в размере прямо пропорциональном уровню риска, хеджирование направлено на уменьшение рыночного риска неблагоприятного изменения цены какого-либо актива.

Участники биржевой торговли, осуществляющие хеджирование называются хеджерами. На самом деле, на практике, каждый спекулянт в той или иной мере подстраховывается путем хеджирования, а хеджер, соответственно, никогда не против получить дополнительную прибыль при благоприятной для него динамике цен.

Суть хеджирования: участник рынка занимает в каждый момент времени прямо противоположные позиции на фьючерсном и физическом рынке. Если торговец является покупателем на одном рынке, тот он должен занимать позицию продавца на другом рынке, и наоборот.

Различают **короткий хедж** (хеджирование продаж) и **длинный хедж** (хеджирование покупки).

**Хеджирование покупкой** означает заключение фьючерсного контракта на его покупку с целью минимизации риска убытков при повышении цен в будущем.

**Хеджирование продаж** осуществляется с целью минимизации риска от снижения цены при осуществлении поставок в будущем.

### **Ситуация 1 (хеджирование покупкой).**

Предприниматель желает через месяц купить доллары, которые сегодня стоят 31,50 рублей за доллар. Он считает, что через месяц курс доллара повысится. Чтобы уменьшить свои возможные потери от такого роста, он покупает фьючерсный контракт с исполнением через три месяца по цене 31,70 рублей за доллар. Через месяц наступает время покупки долларов. Их курс действительно вырос на физическом рынке до 31,70 рублей за доллар, а на фьючерсном рынке до 31,90 рублей за доллар (рынок считает, что за оставшиеся 2 месяца курс доллара еще вырастет).

В этом случае предприниматель покупает доллары на физическом рынке по цене 31,70 рублей за доллар, и продает фьючерсный контракт по цене 31,90 рублей за доллар. При покупке долларов он переплачивает по 0,20 рублей за 1 доллар по сравнению с ситуацией месячной давности. При продаже фьючерсного контракта он получает прибыль в размере 0,20 рублей на каждый доллар (купил по 31,70, продал по 31,90), в результате предприниматель компенсировал увеличение цены на физическом рынке прибылью на фьючерсном рынке, и его конечная цена покупки долларов осталась на уровне 31,50 рублей за доллар.

Если бы цена на физическом рынке выросла больше чем на 0,20 рублей, то хеджер сумел бы компенсировать прибылью от фьючерсного контракта только часть прироста рыночной цены. Но все равно, это лучше, чем если бы его риск был равен всей величине прироста цены на физическом рынке.

Если бы цена на физическом рынке упала бы по сравнению с исходной датой, то хеджер бы купил доллары дешевле, чем предполагал и тем самым, сэкономил какую-то сумму своих инвестиций. Однако, скорее всего цена на фьючерсном рынке тоже бы изменилась, и поэтому хеджер понес бы убыток в размере близком к сэкономленной сумме денег на физическом рынке.

Если бы имело место разнонаправленное движение цен на физическом и на фьючерсном рынке, то в одном случае хеджер мог крупно заработать, а в другом крупно проиграть. То есть, если цены на физическом рынке по каким-либо причинам снизились (например, по решению ЦБ), а на фьючерсном рынке продолжали бы расти, то хеджер сумел бы дешевле купить доллары, чем месяц назад, а закрыв свой контракт получить прибыль на фьючерсном рынке.

Но если бы цены на физическом рынке возросли, а по каким либо причинам на фьючерсном рынке снизились, то хеджер должен по более высокой цене купить валюту на физическом рынке и с убытком для себя закрыть фьючерсный контракт.

### **Ситуация 2 (хеджирование продаж).**

Предположим, в портфеле инвестор имеет 250000 акций компании ABC, и приходи к выводу, что цены на них будут падать. Эти бумаги продать он не может, т.к. они выступают, например, в качестве залога. Чтобы захеджироваться от возможного обесценения своих акций он может продать в “шорт” 250 фьючерсов на акции ABC, у которых исполнение наступает близко к моменту “освобождения” бумаг из под залога. Инвестор вносит начальную маржу в размере 500 рублей за контракт (условно), а именно 125000 руб. Допустим, он продает фьючерсы по 4.550 руб. Со временем бумаги действительно упали до 4.050 руб. и в момент их “освобождения” инвестор их реализует. Тогда, его убытки на рынке акций составят  $(4.550 - 4.050) \times 250000 = -125000$  руб. В то время как прибыль от закрытия позиции по фьючерсам то же 125000 руб. Правда, их придется уменьшить еще на величину биржевого сбора и комиссии брокера. Можно назвать это платой за страховку.

Неравномерное снижение цен на физическом рынке и на фьючерсном рынке может привести к появлению потерь хеджера (если цена на акцию снизилась больше чем на фьючерсном рынке), но в определенных случаях хеджирующие операции на фьючерсном рынке могут полностью

превысить убытки и принеси доход. И в этом может помочь такой инструмент как опцион.

**Опцион** – вид срочного контракта, дающий право купить или продать биржевой актив по фиксированной цене в (или до) установленный(ного) срок(а).

В биржевой практике используются два вида опционов: **опцион на покупку** (опцион-call), **опцион на продажу** (опцион-put). По первому виду опциона его покупатель приобретает право, но не обязательство, купить биржевой актив. По второму виду опциона его покупатель имеет право продать этот актив. Продавца опциона называют подписчиком, покупателя опциона – держателем.

По срокам исполнения опцион может быть двух типов:

– **американский** – контракт может быть исполнен в любой день до окончания срока действия опциона;

– **европейский** – контракт может быть исполнен только на дату окончания срока действия;

Опционные контракты, в зависимости от базового актива подразделяются на:

– **товарные** – основой является какой-либо реальный товар (драгоценные или цветные металлы, нефть и т.д.);

– **валютные** – основе лежит изменение курсов свободно-конвертируемых валют по отношению к национальной валюте;

– **фондовые** – базовым активом являются акции, облигации, индексы, процентные ставки;

– **фьючерсные** – заключаются на существующие виды фьючерсных контрактов. Дают право купить или продать соответствующий фьючерсный контракт по цене исполнения опциона, то есть опцион обменивается на фьючерс.

История развития российского рынка производных инструментов в основном связана с фьючерсными контрактами. Рынок опционов у нас развит очень слабо. Между тем объем общемировой торговли опционами на сегодняшний день практически сравнялся с объемами фьючерсной торговли, хотя биржевому рынку опционов нет еще 30 лет.

В России торговля опционами возможна только в системе FORST РТС. Это:

- опцион на фьючерсы на акции РАО “ЕЭС России”;
- опцион на фьючерсы на акции ОАО “Газпром”;
- опцион на фьючерсы на акции ОАО “ЛУКОЙЛ”;
- опцион на фьючерсы на акции ОАО “Ростелеком”;
- опцион на фьючерсы на Индекс РТС;
- опционы на фьючерсы на курс доллара США.

**Цена опциона** (премия) – плата за право произвести куплю или продажу базового актива.

Риск покупателя опциона находится в пределах выплачиваемой им премии. Если изменение цен невыгодно для держателя опциона, он может не исполнять опционный контракт и потерять при этом премию. Риск продавца не ограничен, а его доход основывается на премии. Другими словами, продавец опциона берет на себя риски покупателя и получает за это премию, которая является ценой опциона.

Опцион кроме премии имеет свою цену исполнения.

**Цена исполнения** (цена страйк) – это цена, по которой опционный контракт дает право купить или продать соответствующий актив.

Например, заплатив премию в размере 10 рублей в расчете на 1 акцию, покупатель опциона колл получает право в течение 3 месяцев купить 100 акций данного вида по цене 100 рублей за 1 акцию (цена исполнения).

Цены на опционы будут зависеть от цены базового актива на физическом рынке, цены исполнения, срока действия опциона, волатильности базового актива ставки безрисковых вложений.

Наиболее общей формулой для расчета цен опциона является формула Блэка–Шоулза, позволяющая рассчитать теоретическую премию опциона колл:

$$C = SN(d_1) - Ke^{(-rt)}N(d_2), \quad (13)$$

где  $C$  – теоретическая премия по опциону колл;

$S$  – текущая цена базового актива;

$t$  – время, остающееся до срока исполнения опциона, выраженное как доля года (количество дней до даты исполнения/250<sup>17</sup> дней);

$K$  – цена исполнения опциона;

$r$  – процентная ставка по безрисковым активам;

$N(x)$  – стандартное нормальное распределение с аргументами.

$$d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r + s^2/2)t}{s\sqrt{t}}$$
$$d_2 = d_1 - s\sqrt{t}, \quad (14)$$

где  $s$  – годовое стандартное отклонение цены базового актива. Рассчитывается путем умножения стандартного отклонения цены за несколько дней на квадратный корень из 250.

В зависимости от вида опциона, цены, даты его исполнения существует множество опционных стратегий. Все опционные стратегии можно разделить на четыре основные группы:

---

<sup>17</sup> В году примерно 250 торговых дней.

1. **Простые стратегии** – открытие одной опционной позиции, т.е. покупка или продажа опциона колл или пут;

2. **Спрэд** – одновременное открытие двух противоположных позиций на один и тот же вид опциона с одним и тем же активом;

3. **Комбинаторные стратегии** – одновременное открытие двух одинаковых позиций на разные виды опционов с одним и тем же активом (одновременная покупка/продажа опционов колл и пут на один и тот же актив);

4. **Синтетические стратегии:**

– одновременное открытие противоположных позиций на разные виды опционов с одним и тем же активом;

– одновременное открытие позиции на физическом рынке самого актива и на опционном рынке на данный актив.

Каждая группа стратегий имеет свои разновидности.

Основные преимущества сделок с опционами состоят в следующем:

– высокая рентабельность сделок – заплатив небольшую премию за опцион в благоприятном случае можно получить прибыль, которая в процентном отношении к премии составляет сотни процентов;

– минимизация риска для покупателя опциона величиной премии при возможном получении теоретически неограниченной прибыли.

Российский срочный рынок является сегодня одним из самых перспективных сегментов фондового рынка. Об этом свидетельствует ежегодное увеличение торговых оборотов рынка, появление все новых инструментов торговли. Наиболее продуктивным за всю историю рынка деривативов стал 2005 г.

В 2005 г. совокупный оборот российского рынка производных инструментов превысил 60,7 млн. контрактов, или 907,3 млрд. руб., что на 38,56 процента в контрактах и на 50,55 процента в денежном выражении больше показателей 2004 г. (таблица 7 ).

Ведущие роли на срочном рынке на сегодняшний день играют два фондовых гиганта – ММВБ и РТС. Биржи Санкт-Петербурга, занимавшие ранее значительную долю рынка, сильно уступают лидерам. По итогам года совокупный оборот на бирже “Санкт-Петербург”, СПбФБ и СПВБ составил мене 2 процента от суммарного объема торгов российского рынка деривативов.

В 2005 г. была существенно расширена линейка производных инструментов, находящихся в обращении. Центральным событием стало введение в обращение в FORTS фьючерса и опциона на индекс РТС, являющимся пока единственным представителем сегмента индексных деривативов на российском рынке. 5 марта 2005г. были введены в обращение 1–месячные опционы на фьючерсы на акции Газпрома, РАО “ЕЭС России”,

ЛУКОЙЛа и Ростелекома. Это позволило существенно расширить возможности участников рынка в части построения опционных стратегий. 10 октября началось обращение фьючерса на обыкновенные акции Сбербанка, что позволило РТС довести количество фьючерсных контрактов на отдельные акции до семи и почти полностью покрыть сегмент “голубых фишек”. Кроме этого уже в 2006г. в FORTS появились новые контракты на процентные ставки – фьючерсы на корзины 3-х и 10-летних облигаций Москвы и на еврооблигации Россия–30. С 8 июня 2006 г. на рынке FORST началась торговля фьючерсами на нефть Urals и золото. Запуск фьючерсов на нефть и нефтепродукты позволит участникам нефтяного рынка зафиксировать цену покупки или продажи нефти в будущем и тем самым захеджироваться от неблагоприятной ценовой конъюнктуры.

Таблица 7

**Структура российского рынка деривативов за 2005г.<sup>18</sup>**

Биржа	Сделки		Оборот			
	Кол-во	Изм-е к 2004г. (%)	Тыс. контрактов	Изм-е к 2004г. (%)	Млн.руб.	Изм-е к 2004г. (%)
Всего	1 918 780	22,83	60 773,54	38,56	907 303,83	50,55
СПб	160 766	-43,56	391,34	356,27	19 952,00	78,89
ММВБ	921	141,10	6 533,85	1 314,25	186 792,39	1 328,84
РТС	1 899 871	24,20	53 275,13	24,92	687 58,20	102,61
СПВБ	125	-66,49	499,08	-14,95	12 790,00	-94,59
СПФБ	1 097	-44,93	74,14	-11,73	711,23	-76,63

В течение 2006 г. фондовая биржа Российская Торговая Система совместно с Метеоагентством Росгидромета планирует запустить на срочном рынке FORTS фьючерсные контракты на погоду. Помимо этого рассматривается возможность запуска и других инструментов, среди которых фьючерсные контракты рубль/евро, фьючерсы на спрэд российских евробондов к US Treasuries, а также на краткосрочную рублевую процентную ставку.

ММВБ рассчитывает в 2006 г. запустить опцион на курс доллара США и ввести деривативовы на процентные савки, базисными активами которых могут стать MosPime и MoslBOR, рассчитываемые Национальной валютной ассоциацией. В дальнейших планах – запуск фьючерса на индекс ММВБ, что позволит составить конкуренцию FORTS в сегменте индексных деривативов. В стратегические планы руководства входит разработка и внедрение производных инструментов на товарные активы – сельхозпродукты, энергоносители и другие товары.

<sup>18</sup> Рынок ценных бумаг №7 2006г. Российский рынок деривативов: благодатный 2005г. и многообещающие перспективы на 2006г.

Можно отметить, что на отечественном рынке деривативов происходят существенные изменения, превращающие ранее узкий специфичный сегмент спекулятивной торговли в полноценный инструмент фондового рынка России. Но, несмотря на динамику происходящих изменений, объемы рынка чрезвычайно малы. Главная проблема заключается, прежде всего, в отсутствии законодательной базы для функционирования этого рынка.

На сегодняшний день отсутствуют четкие определения прав и обязанностей сторон по сделкам с производными инструментами, нет ясности во многих вопросах учета и налогообложения операций. Назрела необходимость принять специальный закон “О производных финансовых инструментах”, который даст общее определение производных инструментов и определения основных видов таких инструментов, установит права и обязанности сторон по сделкам с ними, определит допустимые базовые активы. Закон должен установить требования к участникам рынка производных инструментов, включая требования к капитализации и иным факторам обеспечения надежности для посредников и инфраструктурных институтов. Также на законодательном уровне следует урегулировать механизмы защиты прав участников рынка производных (различные применительно к разным инструментам), включая требования к системе расчетов, меры по обеспечению обязательств, особенности формирования и использования гарантийных фондов, требования к риск-менеджменту участников рынка.

К сожалению, судьба законопроектов в сфере срочной торговли оставляет желать лучшего. Было рассмотрено чуть ли не 6 вариантов закона, но закончилось все тем, что правительство из-за непрерывной борьбы вокруг них приняло решение написать ко всем вариантам закона отрицательные заключения.

Итак, основным фактором дальнейшего успешного развития срочного рынка в России является создание прочной законодательной базы. Также к приоритетным направлениям деятельности рынка следует отнести подготовку квалифицированных специалистов, обладающих знаниями о рынке деривативов; совершенствование биржевой технологии торговли; повышение надежности системы управления рисками и гарантий исполнения обязательств.

### **3.3. Запрещенные сделки на рынке ценных бумаг**

Запрещенными формами торговли на рынке ценных бумаг признаются **торговля на базе инсайдерской информации и манипулирование ценами**, так как данные виды сделок способны оказывать на фондовый рынок самое негативное влияние независимо от состояния экономики и политической обстановки в стране.

Под манипулирование ценами понимается деятельность на рынке, направленная на создание ложных ценовых ориентиров в форме искусст-

венного воздействия на цены, побуждения других участников рынка покупать или продавать ценные бумаги по несправедливым ценам, которые бы никогда не сложились на данном уровне на открытом и честном рынке.

В результате действий манипулятора другие участники рынка осуществляют сделки купли–продажи ценных бумаг по ценам, сформированным на основе ложных представлений о ситуации на рынке, что приводит к грубому искажению ценовой динамики и несправедливому получению прибылей манипулятором за счет других сторон.

Манипулирование может осуществляться с различными целями, среди которых можно выделить три основных:

1. Повышение курса ценной бумаги. Манипулятор способствует повышению цены ценной бумаги, которую потом продает инвестору.

2. Стабилизация цен – ценная бумага обычно продается по более высокому курсу, чем тот, который бы установился под воздействием чисто рыночных сил. Подобная практика часто используется при первичном размещении ценных бумаг. Данный вид манипулирования частично разрешен SEC (Комиссией по ценным бумагам и биржам, США). Публичные инвесторы в этом случае должны быть полностью информированы о проведении подобных операций.

3. Понижение курсовой стоимости ценных бумаг проявляется, когда игроки на понижение (медведи) стремятся извлечь прибыль путем совершения продаж “без покрытия”.

Манипулирование довольно трудно классифицировать, поскольку существует большое количество форм и методов воздействия на цены. Возможно разделение различных видов манипулирования на две группы: манипулирование, основанное на совершении сделок и манипулирование, использующее информацию.

#### **Манипулирование, основанное на совершении сделок:**

1. Корнеры (corners) – накопление значительной части ценных бумаг у одного лица или группы взаимосвязанных лиц. Позволяет искусственно увеличивать или сокращать предложение ценных бумаг, изменяя таким образом их курсовую стоимость.

2. Паркинг (parking) – используется для сокрытия собственности на ценные бумаги. Представляет собой фиктивную продажу или перевод ценных бумаг на лицо, накапливающее их, с целью последующей перепродажи или перевода настоящему собственнику (или его агенту) на существенно тех же условиях, что и первая продажа.

3. Организация значительного потока приказов по ценам, отличающимся от рыночных при открытии и закрытии биржи, с целью установить искусственный уровень цен (воздействие на цены открытия и закрытия).

4. Проведение операций с крупными пакетами ценных бумаг (про-

хождение через рынок крупной партии ценных бумаг оказывает дестабилизирующее влияние на цену, выводит ценообразование за нормальные рыночные условия).

5. Одновременное выставления поручений на покупку и продажу ценных бумаг по ценам, существенно отличным от рыночных, с целью изменения рыночных цен в течение торговой сессии.

6. Проведение сделок с крупными пакетами ценных бумаг без сменны владельца.

**Манипулирование, использующее информацию:**

1. Распространение информации о том, что в результате действий одного или несколько лиц курс какой-либо ценной бумаги будет повышаться или понижаться, что косвенно призывает инвесторов к таким же действиям.

2. Распространение ложной информации о ценной бумаге, которая приведет к массовым покупкам/ продажам данной ценной бумаги, и, соответственно, повлечет за собой рост/ падение котировок данной ценной бумаги.

3. Сокрытие или непредставление информации об эмитенте, ценной бумаге или состоянии рынка, которые могут привести к установлению искусственного контроля цен на ценные бумаги.

Таким образом, манипулирование способствует неадекватному формированию спроса на ценные бумаги или их предложения, что нарушает справедливость ценообразования и в конечном счете влечет убытки инвесторов.

Российское законодательство о рынке ценных бумаг не дает четкого понятия манипулирования. Пункт 2 статьи 51 ФЗ “О рынке ценных бумаг” устанавливает, что “профессиональные участники рынка ценных бумаг не вправе манипулировать ценами на рынке ценных бумаг и понуждать к покупке или продаже ценных бумаг путем предоставления умышленно искаженной информации о ценных бумагах, эмитентах эмиссионных ценных бумаг, ценах на ценные бумаги, включая информацию, представленную в рекламе”. Под манипулированием ценами понимаются действия, совершаемые для создания видимости повышения и/или понижения цен и/или торговой активности на рынке ценных бумаг относительно существующего уровня цен и/или существующей торговой активности на рынке ценных бумаг, с целью побудить инвесторов продавать или приобретать публично размещаемые и/или публично обращаемые ценные бумаги, в том числе:

- распространение ложной или недостоверной информации;
- совершение сделок с ценными бумагами на торгах фондовых бирж и иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, в результате которых не меняется владелец этих ценных бумаг;

– одновременное выставление поручений на покупку и продажу ценных бумаг по ценам, имеющим существенное отклонение от текущих рыночных цен по аналогичным сделкам;

– соглашение двух или нескольких участников торгов или их представителей о покупке (продаже) ценных бумаг по ценам, имеющим существенное отклонение от текущих рыночных цен по аналогичным сделкам.

Совершение указанных действий профессиональными участниками рынка ценных бумаг является основанием для приостановления или аннулирования выданного им разрешения, а также иных санкций, предусмотренных для членов саморегулируемых организаций.

Определение манипулирования в законе слишком узко, полномочия ФСФР России по выявлению и доказыванию фактов манипулирования недостаточны, а ответственность за эти нарушения ограничена только лишь приостановлением или аннулированием лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, – не предусмотрены даже административные штрафы, не говоря уже об уголовной ответственности.

Необходимо дать более широкое определение манипулирования ценами, расширить перечень его признаков. Следует определить перечень лиц, имеющих возможность манипулирования ценами, а также полномочия регулятора по выявлению и пресечению подобной практики. Наконец, в законодательстве обязательно должна быть установлена система мер ответственности за совершение недобросовестных действий.

Наряду с манипулирование ценами, к запрещенным видам торговой практики на рынке ценных бумаг относится торговля на основе инсайдерской информации.

Очевидно, что владение информацией недоступной общественности (то есть нераскрытой) предоставляет участникам фондового рынка неоспоримое преимущество перед другими участниками в совершении сделок с ценными бумагами. Совершение сделок с ценными бумагами на основе использования неизвестной публике, конфиденциальной информации, как правило, исходящей из руководства компании, в мировой практике регулирования фондового рынка называется инсайдерской торговлей.

Торговля с использованием инсайдерской информации относится к числу самых серьезных нарушений на развитых рынках ценных бумаг. С этим явлением борются правительства почти всех стран мира, желая нормализовать биржевую торговлю, привлечь как внутренние, так и иностранные инвестиции. Дело в том, что в развитых странах уже достаточно давно достигнуто понимание того, что торговля с использованием инсайдерской информации подрывает доверие инвесторов к ценным бумагам, что самым негативным образом отражается на финансовом рынке в целом, а через него и на всем инвестиционном процессе. Поэтому, в це-

лях противодействия нарушениям на рынках ценных бумаг, организаторы торговли разрабатывают соответствующие системы надзора. Составными элементами систем надзора являются:

- информационно-аналитические средства мониторинга рынков;
- нормативно-правовая база, регламентирующая процедуры проведения организатором торговли во взаимодействии с государственными регулирующими органами расследований выявленных нарушений и принятия санкций в отношении участников-нарушителей;
- функциональное подразделение (службы надзора) в структуре организатора торговли.

Трудность для законодателей и регуляторов во всех странах заключается, однако, в определении того, кто конкретно является “инсайдером” – лицом, имеющим в силу своего должностного положения доступ к служебной информации, – и что является торговлей с использованием служебной информации (инсайдерской торговлей).

В зарубежном опыте существуют значительные отличия в санкциях, применяемых к инсайдерам торговлю с использованием инсайдерской информации. Безусловное лидерство в антиинсайдерских нормах принадлежит США, где применяются не только самые жесткие санкции в отношении инсайдеров, но, кроме того, здесь эти санкции реализуются чаще и эффективнее чем где-либо.

В то время как фактически во всем мире проблеме инсайдерской торговли уделяется заметное внимание, российское законодательство в вопросе предотвращения недобросовестного использования информации инсайдерами на фондовом рынке практически не развито. Доказать факт инсайдерской торговли в России сегодня невозможно. В законодательстве нет определений понятий “инсайдер” и “инсайдерская информация”. К тому же у регулятора – Федеральной службы по финансовым рынкам – практически нет полномочий по выявлению нарушений в этой сфере. Мировому опыту такое положение дел явно не соответствует.

Для эффективного функционирования российского фондового рынка, для повышения доверия к нему инвесторов (в том числе иностранных), для честной конкуренции участников рынка необходимо законодательно урегулировать вопросы, связанные с инсайдерской информацией, инсайдерской торговлей и манипулированием ценами.

### **Контрольные вопросы**

- 1) Классификация биржевых сделок.
- 2) Особенности кассовых и срочных сделок.
- 3) В чем сущность пролонгации?
- 4) Опишите пролонгационную сделку репорт.
- 5) Опишите пролонгационную сделку депорт.

- 6) В чем суть коротких продаж?
- 7) Какие операции с использованием маржинального счета разрешается проводить инвестору?
- 8) Какие ограничительные требования к уровню маржи устанавливаются регулирующими органами и почему?
- 9) Как рассчитывается вариационная маржа и какие способы покрытия маржи существуют?
- 10) Особенности фьючерсных контрактов.
- 11) Составьте сравнительную характеристику фьючерсных и форвардных контрактов.
- 12) Особенности опционных контрактов. Виды опционов.
- 13) Участники рынка срочных контрактов: хеджеры и спекулянты. Характеристика хеджирования и спекуляции.
- 14) Какие виды срочных контрактов представлены на российском рынке производных инструментов?
- 15) Какие виды сделок на фондовом рынке считаются незаконными и почему?
- 16) Виды манипулятивных сделок на фондовом рынке.

**Рекомендуемая тематика докладов и дискуссий:**

- 1) Этапы заключения сделок на фондовом рынке
- 2) Служебная (инсайдерская) информация в спекулятивных сделках
- 3) Проблемы и перспективы развития российского рынка производных инструментов.
- 4) Арбитражные сделки

## **4. Интернет – трейдинг**

### **4.1. Сущность Интернет-трейдинга**

Современное развитие информационных технологий привело к тому, что все большее количество инвесторов начинает отдавать предпочтение интерактивному методу ведения торгов ценными бумагами, позволяющему в режиме реального времени отправлять заявки на продажу или покупку ценных бумаг своему брокеру с использованием компьютера, а не передавать их по телефону.

Суть Интернет–трейдинга заключается в следующем: брокер является номинальным держателем ценных бумаг клиента, и открывает ему доступ к своим торговым терминалам, подключенным к торговым системам и биржам. Доступ к системам брокера осуществляется по сети Ин-

тернет, и клиент может отдавать распоряжения по сделкам в режиме реального времени. Осуществляя сделки, клиенты получают отчеты от брокеров. Сами сделки регистрируются на биржах, а ценные бумаги реально меняют владельцев в расчетных депозитариях.

Приобретение ценных бумаг, признанное во всем мире наилучшим способом вложения свободного капитала, благодаря Интернет-технологиям стало доступно сегодня всем желающим. Спрос на интерактивную торговлю растет с каждым днем.

Трейдинг в сети привлекает потенциального инвестора, прежде всего внешней простотой совершения сделок и низкими тарифами на услуги Интернет-брокеров. Работа на бирже через Интернет позволяет за короткий промежуток времени самостоятельно сформировать инвестиционный портфель, а затем управлять активами, получая без промедления всю необходимую информацию (котировки, анализ, прогнозы) в любой точке земного шара. Интернет-трейдинг предоставляет возможность любому человеку принимать участие в торговле ценными бумагами, не затрачивая при этом время на обучение и получение статуса профессионального участника рынка ценных бумаг.

Как на Западе, так и в России все больше профессиональных участников фондового рынка (банков и брокерских компаний) осваивают новое перспективное направление развития своей деятельности.

Для России годом становления рынка Интернет-трейдинга стал 2000 год, когда на ММВБ впервые начал функционировать шлюз для торговли акциями через Интернет. Уже в июне 2000 года 41% оборота фондовой секции ММВБ приходилось на Интернет-трейдинг, в 2004 году обороты составили 60%. Эти цифры продолжают неуклонно расти, и на сегодняшний день ММВБ является самым большим и ликвидным рынком, доступным Интернет-инвестору.

Рынок Интернет-трейдинга в России активно развивается. Выросло качество услуг, прежде всего за счет расширения перечня доступных клиентам операций и сервисов. Современные системы Интернет-трейдинга, помимо стандартных возможностей получения котировочной информации, простой аналитики и выполнения заказов на покупку и продажу акций, все чаще комплектуются такими возможностями, как встроенный технический анализ, экспорт информации в специальные программы анализа данных, маржинальное кредитование, автоматизация торговых и бухгалтерских операций, расчетные операции, онлайн-консультации со специалистами.

Примечательно, что, проявляя активность в области Интернет-трейдинга, российские банки (составляющие половину отечественных Интернет-брокеров) наглядно демонстрируют изменение стратегических установок кредитных организаций, происходящее в настоящее время.

Интернет–трейдинг ориентирован прежде всего на массового частного инвестора, располагающего относительно небольшим капиталом. И, несмотря на то, что в России этот сегмент инвесторов еще далеко не массовый, интерес к нему со стороны банков свидетельствует об их готовности бороться за это перспективное направление.

Как любая деятельность, торговля ценными бумагами по Интернет имеет свои преимущества и недостатки<sup>19</sup>.

**Преимущества:**

- самостоятельное управление собственными активами;
- интернет-трейдинг дает участнику электронных торгов те же возможности, которые имеет брокер, обладающий доступом к торговому терминалу биржевой системы;
- низкие комиссионные онлайн-брокеров. Этот фактор не в последнюю очередь влияет на увеличение объема операций на рынке;
- интернет-трейдинг позволяет обслуживать сколь угодно удаленных от брокера клиентов, что увеличивает технологические возможности брокера по привлечению большого количества клиентов из различных регионов страны;
- удобство и простота доступа.

**Недостатки:**

- снижается роль брокера как консультанта и управляющего портфелем клиента;
- необходимость самостоятельного управления своими активами;
- реальная возможность быстро потерять свои активы;
- наличие различных видов рисков, присущих Интернет-трейдингу (брокерский риск – риск сбоя, перегрузки или отключения сервера брокера, что может вызвать невозможность ликвидации позиции вовремя и привести к убыткам; технологический – риск ошибочного осуществления действий, противоположных желаемым; провайдерский – риск обрыва связи с провайдером).

В 2001 году завершился период становления рынка электронного брокера, а также сформировался стандарт современной Интернет–брокерской системы, которая имеет следующие особенности<sup>20</sup>:

**для клиента:**

- работа на всех основных торговых площадках;
- ведение в режиме он-лайн портфелей активов;
- автоматическое маргинальное кредитование;

---

<sup>19</sup> Н.Л.Маренков, «Ценные бумаги», Москва, «ФЕНИКС», 2003 г, стр.526

<sup>20</sup> Н.Л.Маренков, «Ценные бумаги», Москва, «ФЕНИКС», 2003 г, стр.525

- высокая скорость работы;
- управление денежными средствами и ценными бумагами;
- поддержка заявок с отложенным исполнением;
- развернутая отчетность и аналитика;
- информационный сервис (новости, аналитика рынка);
- немедленное исполнение заявок на бирже;
- различные каналы доступа к информации.

#### **для брокера:**

- интеграция с адаптированным к обработке большого количества сделок в режиме реального времени бек–офисом;
- развитая система риск–менеджмента, без которой риски предоставления маржинального плеча становятся слишком большими.

### **4.2. Технология работы с Интернет–брокером**

Брокер, обеспечивающий своим клиентам услуги управления своим портфелем с помощью сети Интернет, называется Интернет–брокером (Web–брокер или сетевой брокер). Такой брокер является профессиональным участником рынка ценных бумаг. Интернет–сервис не является профилирующим в его деятельности, а служит одним из способов передачи распоряжений от клиента. Диапазон комиссионных онлайн–брокеров составляет от 0,01 процента до 0,3 процента от суммы каждой сделки. Средняя величина по отрасли – 0,1 процент.

Для открытия счета в брокерской фирме клиенту необходимо заполнить анкеты, подписать Договор на брокерское обслуживание и ознакомиться с Тарифами и Регламентом предоставления брокерских услуг вычисления и погашения их взаимных обязательств. В регламенте указываются все возможные варианты взаимодействия клиента и брокера, а также способы вычисления и погашения их взаимных обязательств. Кроме договора на брокерское обслуживание клиенту необходимо подписать следующие документы:

- заявление о присоединении к Договору о предоставлении услуг и осуществлении торговли на рынках ценных бумаг;
- технический протокол, в котором будут определены параметры клиента (банковские реквизиты, способ налогообложения) и параметры его доступа к сервису брокера (торговая платформа, доступные рынки, информационная поддержка и т.п.);
- уведомление о рисках, в котором клиент признает, что понимает какие риски заключает в себе работа на финансовых рынках;
- анкета депонента, необходимая брокеру для открытия клиенту счета “депо” в расчетных депозитариях торговых площадок;
- депозитарный договор между клиентом и расчетным депозитарием;

- договор об использовании электронной цифровой подписи.

Открытие счета может происходить в офисе брокера или дистанционно, по сети Интернет, но с обязательным отправлением документов обычной почтой.

Получив документы клиента, и открыв счет, брокер отправляет ему идентификатор пользователя (LOGIN) и пароль (PASSWORD).

Номер счета присваивается брокером после получения подписанных клиентом документов. Когда счет открыт, клиент перечисляет на банковский счет необходимые денежные средства и приступает торговле ценными бумагами.

Итак, брокерская услуга в Интернет – это услуга, предоставляемая инвестиционным посредником (банком или брокерской компанией), которая позволяет клиенту осуществлять покупку/продажу ценных бумаг и валюты в реальном времени через всемирную сеть Интернет.

Обычно эта услуга подразумевает:

- непосредственно возможность покупки/продажи финансовых активов в реальном времени;
- создание инвестиционного портфеля инвестора;
- возможность участия клиента во взаимных фондах;
- предоставление клиенту часто обновляющейся финансовой информации: котировки ценных бумаг и курсы валют;
- предоставление клиенту аналитических статей, графической информации, помощи профессионалов и т.д;
- другие сопутствующие услуги (выдача кредитных карт и чековых книжек, открытие и ведение дополнительных пенсионных счетов, “поставка” информации по ценам на акции, входящие в портфель, клиенту посредством разнообразных услуг связи).

Т.е. онлайн-брокер предоставляет те же услуги, что и обычный брокер, но только взаимоотношение с клиентом происходит с помощью Интернет.

На сегодняшний день российский инвестор, пользующийся услугами Интернет-брокера, может совершать сделки с ценными бумагами, обращаясь на следующих площадках:

- Московская Межбанковская Валютная Биржа (ММВБ);
- Фондовая биржа Санкт-Петербург (ФБСП);
- Фондовая биржа РТС (РТС);
- Санкт-Петербургская валютная биржа (СПВБ);
- Московская фондовая биржа (МФБ).

Другие торговые площадки пока не получили должного развития, либо обслуживают оборот вышеперечисленных.

Распоряжения клиента обрабатываются брокером во время работы

рынков с 10:30 до 18:45 московского времени. По истечении торговой сессии все неисполненные приказы аннулируются.

### **4.3. Системы Интернет–трейдинга**

Существует два основных способа предоставления брокерских услуг через Интернет:

1. Клиент покупает/продает ценные бумаги, составляет свой инвестиционный портфель и т.д. непосредственно на Web–сайте компании-посредника, пользуясь при этом обычным Web–браузером. Это иногда называется “технология тонкого клиента”.

2. Клиент устанавливает на своем компьютере специальное программное обеспечение (торговая платформа), которое позволяет подключаться к шлюзу биржи (через сервер брокера), и с помощью него в качестве пользователя получает информацию и совершает транзакции на финансовых рынках. Это так называемая технология “толстого клиента”.

Если компания или банк предоставляет брокерские услуги с помощью своего Web–сайта, то инвестору, который хочет воспользоваться этими услугами, нужно иметь всего лишь компьютер, Web-браузер и доступ в Интернет. Эта услуга почти не требует привлечения дополнительных денежных средств со стороны инвестора. Управление инвестиционным портфелем ведется обычно через заполнение стандартных Web–форм.

Предоставление брокерских услуг через сайт компании подразумевает:

- каждый инвестор имеет свой логин и пароль для входа в систему управления своим портфелем;
- существование интерфейса Web–формы, с помощью которого инвестор управляет своим портфелем, отдает ордера по купле/продаже финансовых инструментов и пр.;
- существование раздела сайта, связанного с новостями о финансах и рынках;
- предоставление часто обновляющихся котировок ценных бумаг и курсов валют (обычно 1 раз в минуту);
- предоставление простых графиков, аналитических статей для инвестора;
- поиск ценных бумаг по критериям (dept-to-equity, growth rate, PE и др.);
- другие платные и бесплатные услуги.

Регистрация и открытие счета обычно сводится к заполнению анкеты на Web–странице компании. Основные пункты анкеты:

- личные данные: ФИО, адрес, телефон, e-mail и т.д.;

- выбор имени пользователя и пароль;
- выбор типа открываемого счета: обычный, пенсионный и др.;
- выбор типа получения котировок (платное, бесплатное).

Технология “тонкого клиента” используется, например, такими брокерскими компаниями как Риком–Траст и It-invest.

Такой способ работы подходит большинству трейдеров, редко осуществляющих свои сделки, он проще и дешевле как для клиента, так и для компании-посредника, но в силу своей технологии налагает ограничение на представление финансовой информации для клиента.

Для активного спекулянта возможностей системы “тонкого клиента” становится недостаточно. В этом случае используется технология “толстого клиента”, т.е. брокер предоставляет такому клиенту доступ на биржу с помощью специального программного обеспечения.

Обычно специальное программное обеспечение (клиент–программы), используемое при оказании брокерских услуг, состоит из трех элементов:

1. Клиент-программа, позволяющая общаться брокеру и клиенту при помощи сети Интернет. Эта программа должна поддерживать специальную систему ордеров. Краткое описание работы системы можно свести к следующему:

- клиент-программа подключается к информационным серверам бирж и банков;
- клиент-программа подключается к серверу брокера;
- клиент анализирует информацию;
- отдает ордер брокеру;
- брокер выполняет ордер;
- клиент получает подтверждение выполнения транзакции.

2. Аналитический модуль, который может трансформировать получаемые данные в графики, позволяет строить линии тренда и применять различные виды индикаторов. Зачастую данные программы подключаются к различным информационным агентствам, что позволяет пользователю получать различную финансовую, экономическую и политическую информацию.

3. Программные средства криптографической защиты информации – модули, повышающие степень защиты передачи информации через Интернет.

Клиентские приказы поступают на рынок через Интернет-шлюз биржи. Технология “толстого клиента” предоставляет трейдеру возможность быстрого ввода заявок, при этом он мгновенно получает отчеты по совершенным сделкам, отслеживает состояние своего счета, зафиксированные и текущие прибыли или убытки. Дополнительно на экран могут

быть выведены окна с графиками, новостями, сообщениями, списками используемых в торговле акций и т.п.

Т.е. подобные торговые платформы включают множество различной информации, позволяющей пользователю получать все необходимые для работы данные, и выбрать объекты для своих сделок.

Вышеописанные способы выхода на рынок имеют как преимущества, так и недостатки (сравнительная характеристика систем “толстого и тонкого клиента” приведены в таблице 8). Поэтому выбор инструмента – “толстый клиент” или работа через Web-браузер брокера – зависит от многих субъективных факторов (психологии трейдера, величины капитала, поставленной цели, стратегии трейдинга и т.д.).

*Таблица 8*

**Сравнительная характеристика систем “толстого и тонкого клиентов”**

Характеристика системы	“Тонкий” клиент	“Толстый” клиент
Интерфейс и дружелюбность пользователю	Упрощенный интерфейс, на основе стандартного браузера, не требующий дополнительного обучения	Развитой интерфейс, с максимальным универсализмом и функциональностью, требующий, иногда, дополнительного обучения
Кому предназначен	Предназначен для малоактивных инвесторов	Предназначен для активных спекулянтов, совершающих
Требования к связи	Невысокие требования к каналу связи. Достаточно телефонного соединения	Более высокие требования к каналу связи и больший объем передаваемого трафика, что более затратно.
Привязка к определенному компьютеру	Нет привязки к определенному компьютеру, высокая мобильность пользователя. Можно работать где угодно	Пользователь связан с определенным компьютером. В другом месте необходимо снова установить необходимое программное обеспечение
Криптозащита	Нет необходимости ставить специальные программы криптографии	Может потребоваться установка специального программного обеспечения зашифрованного канала связи
Абонентская плата	Отсутствие абонентской платы и/или платы за подключение	Иногда требуется дополнительная абонентская плата и/или единовременная плата за подключение
Дополнительная плата	По необходимости (желанию) пользователя в виде отдельной оплаты за подписку на дополнительные услуги	Может оказаться необходимой частью оплаты сторонних поставщиков информации, без которых функционирование будет весьма ограниченным

Для подключения к торгам клиент может использовать любую из существующих Интернет–систем, допущенных к использованию на бирже, а сегодня на рынке получили распространение более 30 программ Интернет–трейдинга. Некоторые из этих программ разработаны самими брокерами, ими же и используются. Наиболее популярными среди них являются:

- система “Алор-трейд” (ИК “Алор-инвест”);
- система “Атон-лайн” (ИК “Атон”);
- система “Альфа-директ” (Альфа-банк).

Другие системы, созданные независимыми разработчиками и используются одновременно многими брокерами. Среди них наиболее распространены: системы QUIK-Брокер и QUIK-Акции, система NetInvestor, система ИТС-брокер.

Все эти системы Интернет–трейдинга призваны выполнять одни и те же задачи (выставление заявок, передача торговых данных и пр.). Разница между ними заключается в нюансах интерфейса, наличии дополнительных функций и настроек, скорости исполнения заявок и прочим параметрам. Список наиболее известных торговых платформ приведен в приложении 6.

Сегодня на российском фондовом рынке наблюдается очередная волна интереса к Интернет–трейдингу. По мнению многих специалистов, в продвижении новейших технологий на рынок ценных бумаг мы опережаем даже развитые, но более консервативные европейские рынки. За короткий период истории на фондовом рынке России уже используются системы 4-го поколения и выше.

Интернет–трейдинг становится крупной составляющей бизнеса, обеспечивая доступность подключения к биржевым торгам и для крупных инвесторов, и для сравнительно небольших брокерских контор. Это один из главных инструментов, позволяющих развивать на биржевом рынке бизнес, ориентированный на клиента.

#### **Контрольные вопросы:**

- 1) Сущность Интернет–трейдинга.
- 2) В чем заключаются преимущества и недостатки систем торговли через Интернет.
- 3) Технология работы с Интернет–брокером.
- 4) В чем заключаются особенности работы систем “толстого” и тонкого “клиента”?
- 5) Какое влияние оказывает использование систем Интернет–трейдинга на развитие фондового рынка.

#### **Рекомендуемая тематика докладов и дискуссий:**

Развитие Интернет–бизнеса на российском рынке ценных бумаг.

## **5. Регулирование рынка ценных бумаг и правовая инфраструктура. Этика фондового рынка**

### **5.1. Основы регулятивной инфраструктуры фондового рынка**

**Регулирование фондового рынка** – это упорядочение деятельности всех его участников (эмитентов, инвесторов, посредников, организаций и прочих участников) и операций между ними со стороны уполномоченных органов.

Регулятивная инфраструктура включает в себя<sup>21</sup>:

– органы государственного регулирования и надзора (это может быть самостоятельная комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам министерство финансов, центральный банк, смешанные модели государственного регулирования);

– саморегулируемые организации – объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг, которым государством передана часть регулирующих функций;

– регулятивные функции и процедуры (законодательные, регистрационные, лицензионные и надзорные);

– законодательная инфраструктура (законодательство о рынке ценных бумаг, акционерных обществах, антимонопольном контроле на рынке финансовых услуг, правила и стандарты саморегулируемых организаций, нормы делового оборота, правовые прецеденты, юридические компании, специализирующиеся в области ценных бумаг);

– этика фондового рынка (правила ведения честного бизнеса), обычаи делового оборота.

В международной практике используются различные модели регулятивной инфраструктуры (таблица 9).

В России принята модель регулирования, основанная на жестких предписаниях, включающая саморегулируемые организации, учреждаемые по функциональному признаку (брокерская, дилерская деятельность, депозитарная деятельность и т.п.), в которые входят различные виды финансовых институтов (коммерческие банки, брокерско–дилерские компании). По критерию “объект регулирования” российская модель является смешанной, т.к. основными регуляторами выступают и Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР России), и Центральный банк (Банк России), и Министерство финансов России.

---

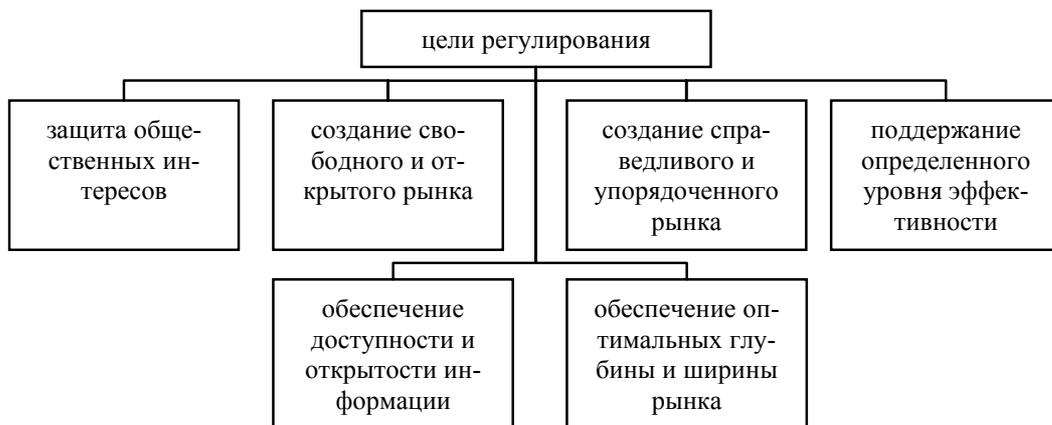
<sup>21</sup> А.Рот, А.Захаров, Я.Мирин, Р.Бернард. Основы государственного регулирования финансового рынка. Зарубежный опыт. Учебное пособие для юридических и экономических вузов. М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2002. – 411 с.

**Классификация моделей регулирования рынка ценных бумаг**

Признак классификации	Модель регулирования фондового рынка
Субъект регулирования	основная регулирующая роль на рынке ценных бумаг принадлежит государству (Франция)
	регулирование разделено между государством и саморегулируемыми организациями (США)
Объект регулирования	модели регулирования по функциональному признаку – деятельность на рынке ценных бумаг, деятельность на кредитном и депозитном рынке и т.д. (США)
	модели регулирования по институциональному признаку объект регулирования – коммерческий банк, инвестиционный банк, страховая компания (Германия)
	смешанные модели, в рамках которых создается единый мега-регулятор финансового рынка; объектом регулирования в этом случае являются финансовые конгломераты, состоящие из коммерческих и инвестиционных банков, страховых компаний и др. финансовых институтов (Франция)
Степень жесткости регулирования	модели, основанные на жестких, детально расписанных правилах и формальных процедурах, детальном контроле за их соблюдением (США)
	модели, базирующиеся на широком использовании, наряду с жесткими предписаниями, неформальных договоренностей, традиций, рекомендаций, согласованного стиля поведения, переговоров по разрешению сложных ситуаций и т.п. (Великобритания).

Различают внешнее регулирование (подчиненность деятельности данной организации нормативным актам государства, других организаций и международным соглашениям) и внутреннее регулирование (подчиненность деятельности данной организации ее собственным нормативным документам – уставу, правилам и прочим документам, определяющим деятельность этой организации в целом, ее подразделений и ее сотрудников). Таким образом, регулирование фондового рынка охватывает все виды деятельности и операций, осуществляемых на нем, – эмиссионных, посреднических, инвестиционных, спекулятивных, залоговых, трастовых и прочих видов сделок.

На рис. 12. приведены основные цели, которые должны решаться в рамках регулирования фондового рынка.



*Рис. 12. Цели регулирования рынка ценных бумаг*

Сам процесс регулирования фондового рынка включает:

- создание законодательной базы функционирования рынка – разработку законодательных и подзаконных актов, которые закладывают основу нормального оперирования на рынке;
- отбор профессиональных участников рынка, потому что современный фондовый рынок не может нормально функционировать без наличия профессиональных посредников, которыми не могут стать любое лицо или организация. Для этого необходимо соответствовать определенным требованиям, устанавливаемым уполномоченными организациями;
- контроль со стороны соответствующего органа за соблюдением выполнения всеми участниками рынка правил;
- систему санкций за нарушения норм и правил (начиная от устных и письменных предупреждений и штрафов и кончая уголовными наказаниями и исключением из рядов участников рынка).

Ключевым источником, обобщающим лучшие примеры международной практики в области регулирования рынка ценных бумаг, является документ Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) “Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг” (“Objectives and Principles of Securities Regulation”), изданный в сентябре 1998 г. Данный документ содержит 30 принципов регулирования рынка ценных бумаг, подчиненных трем главным целям:

1. защита инвесторов;
2. обеспечение справедливости, эффективности и транспарентности (прозрачности) рынков;
3. снижение системного риска.

В России, как и в большинстве государств, система органов регулирования фондового рынка состоит из двух уровней. Первый уровень составляют органы государственного регулирования, второй – саморегулируемые организации.

Распределение функций и полномочий между государственными органами и саморегулируемыми организациями обусловлено культурными и историческими традициями каждой страны, а также во многом зависит от уровня развития рынка ценных бумаг. Регулятивная структура российского рынка на современном этапе своего развития отличается слишком активным вмешательством государства, слабым надзором, практически отсутствием традиций и обычаев в связи с длительным перерывом в работе рынка, отсутствием “добросовестной конкуренции”.

## 5.2. Государственное регулирование рынка ценных бумаг

*Государственное регулирование фондового рынка* – это регулирование со стороны общественных органов государственной власти. Система государственного регулирования рынка включает:

- государственные и иные нормативные акты;
- государственные органы регулирования и контроля.

Государственное регулирование осуществляется в форме прямого и косвенного регулирования (рис. 13). Прямое регулирование включает установление обязательных требований к деятельности участников рынка ценных бумаг, регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг и проспектов эмиссий.

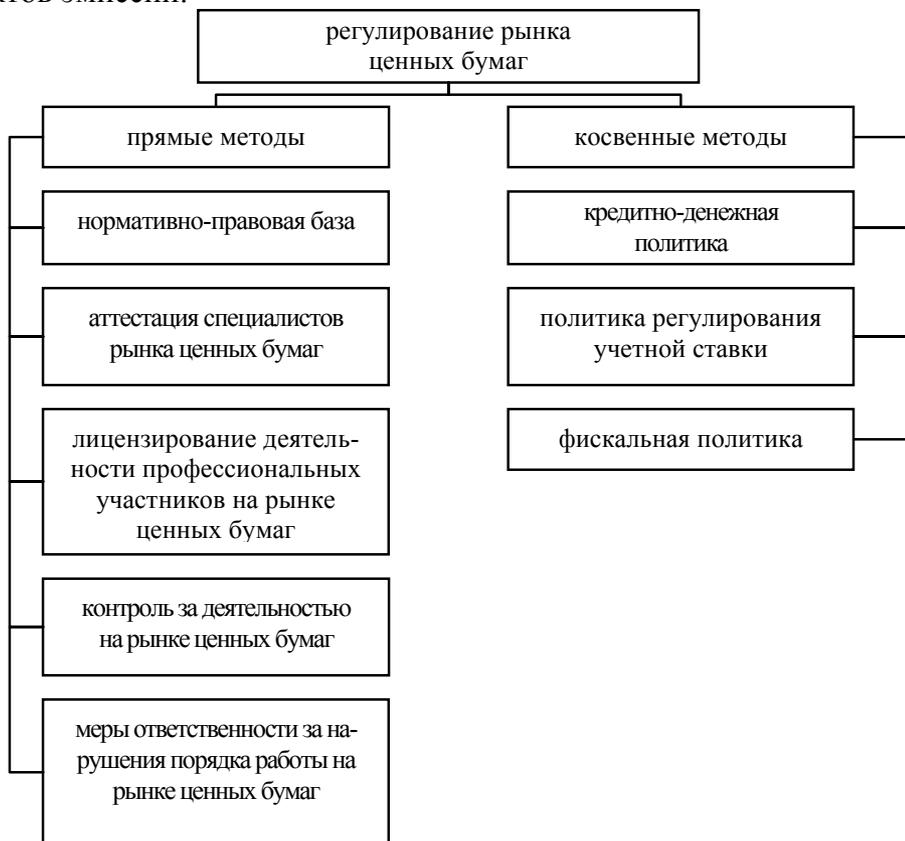


Рис. 13. Виды государственного регулирования на рынке ценных бумаг

Косвенное регулирование фондового рынка осуществляется посредством имеющихся в его распоряжении экономических рычагов и стимулов.

Как отмечалось ранее, основным регулятором фондового рынка России является государство. Объясняется это тем, что наш рынок относится категории развивающихся, правила и традиции работы все еще формируются и поэтому, на таком рынке объективно необходимо иметь сильные государственные органы регулирования.

Правовое поле государственного регулирования рынка ценных бумаг создают: Федеральный закон “О рынке ценных бумаг”, а также нормативные акты, издаваемые органами исполнительной власти.

Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. с последующими изменениями и дополнениями является высшим нормативным актом, устанавливающим основные правила функционирования фондового рынка. Закон регулирует отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, а также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Данный закон описывает общие принципы функционирования фондового рынка без их подробной детализации. Конкретизация положений, зафиксированных в законе, осуществляется в нормативных актах министерств и ведомств: Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР), Министерством финансов, Центральным банком и др.

Действие закона “О рынке ценных бумаг” совместно с нормативными актами направлено на создание единой правовой среды в области регулирования национального фондового рынка.

Помимо этих документов для эффективного осуществления деятельности на рынке ценных бумаг, каждый инвестор должен знать основные положения Гражданского и Налогового Кодекса (ГК) и (НК) РФ, Федерального закона “Об акционерных обществах” № 208-ФЗ от 26.12.1995 г., Федерального закона “О защите законных прав и интересов инвесторов на рынке ценных бумаг” №46-ФЗ от 05.03.1999 г.

Центральным государственным органом, осуществляющим государственное регулирование рынка ценных бумаг, является Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР, бывшая ФКЦБ). Согласно Постановлению Правительства РФ №317 от 30.06.2004 года ФСФР является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функцию по принятию нормативных актов, контролю и надзору в сфере финансовых рынков (за исключением страховой, банковской и аудиторской деятельности).

В составе ФСФР России 9 управлений по основным направлениям деятельности:

1. управление регулирования и контроля над коллективными инвестициями;

2. управление регулирования деятельности профессиональных участников и инфраструктурных организаций на финансовом рынке;
3. управление эмиссионных ценных бумаг;
4. управление организации и проведения надзорных мероприятий на рынке ценных бумаг;
5. управление общественных связей, взаимодействия и координации;
6. юридическое управление;
7. управление делами;
8. управление финансово-экономического обеспечения, учета и отчетности;
9. управление административно-технического обеспечения.

Федеральная служба по финансовым рынкам осуществляет свою деятельность непосредственно и через свои территориальные органы. В ведении ФСФР России находятся 14 региональных отделений в следующих городах: Москва, Санкт-Петербург, Екатеринбург, Новосибирск, Нижний Новгород, Ростов, Владивосток, Красноярск, Орел, Омск, Самара, Челябинск, Саратов, Иркутск.

Основные функции, полномочия, порядок и организация деятельности ФСФР России определены в Постановлении Правительства Российской Федерации “Вопросы федеральной службы по финансовым рынкам” № 206 от 9.04.2004 г. и Положении “О Федеральной службе по финансовым рынкам” № 317 от 30.06.2004 г., утвержденном Постановлением Правительства Российской Федерации.

Ключевыми задачами работы Федеральной службы по финансовым рынкам являются обеспечение стабильности работы российского финансового рынка, повышение его эффективности и привлекательности для инвестиций, в том числе повышение прозрачности рынка и снижение инвестиционных рисков.

Эти задачи решаются путем контроля за деятельностью участников финансовых рынков и создания нормативно-правовой базы, определяющей условия выпуска и обращения ценных бумаг, работы профессиональных участников, а также системы отчетности.

Основные направления деятельности ФСФР:

1. Регулирование выпуска и обращения эмиссионных ценных бумаг, в том числе осуществление государственной регистрации выпусков ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска ценных бумаг, а также регистрации проспектов ценных бумаг. Все остальные финансовые инструменты, которые по ГК РФ относятся к ценным бумагам, но не являются эмиссионными, регулируются либо специальными законодательными актами, либо подзаконными нормативными документами. Таким образом, под деятельность ФСФР не подпадают векселя, складские свидетельства, депозитные и сберегательные сертификаты, коносаменты, варранты, чеки и т.д.

2. Контроль и надзор в отношении эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и их саморегулируемых организаций, акционерных инвестиционных фондов, управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и их саморегулируемых организаций, специализированных депозитариев акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, ипотечных агентов, управляющих ипотечным покрытием, специализированных депозитариев ипотечного покрытия, негосударственных пенсионных фондов, Пенсионного фонда Российской Федерации, государственной управляющей компании, а также в отношении товарных бирж.

3. Обобщение практики применения законодательства и внесение в Правительство Российской Федерации предложений о его совершенствовании и разработка проектов законодательных и иных нормативных правовых актов.

4. Обеспечение раскрытия информации на рынке ценных бумаг в соответствии с законодательством Российской Федерации.

5. Организация исследований по вопросам развития финансовых рынков.

ФСФР устанавливает порядок и осуществляет аттестацию специалистов фондового рынка. Система аттестации специалистов, разработанная ФСФР, состоит из двух экзаменов (рис. 14). Один экзамен является базовым и сдается всеми руководителями и специалистами организаций, непосредственно связанными с проведением операций на фондовом рынке. Базовый квалификационный экзамен представляет собой тест экзаменационных вопросов на общее знание нормативных правовых актов, регулирующих финансовые рынки, и умение производить несложные расчеты с использованием инструментов таких отраслевых научных дисциплин, как математическая экономика, экономическая статистика, экономический и финансовый анализы<sup>22</sup>. Экзаменационные вопросы для квалификационных экзаменов формируются в соответствии с перечнем тех нормативных правовых актов, знание которых обязательно для квалифицированного выполнения функций специалистов финансового рынка (квалификационные минимумы). Квалификационные минимумы утверждаются приказами ФСФР.

После успешного прохождения базового квалификационного экзамена можно переходить к сдаче специализированных экзаменов по соответствующему виду профессиональной деятельности. Специализированный квалификационный экзамен представляет собой тест экзаменационных во-

---

<sup>22</sup> Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 20 апреля 2005 г. N 05-17/пз-н "Об утверждении Положения о специалистах финансового рынка"

просов на углубленное знание нормативных правовых актов, регулирующих соответствующую специализацию в области финансового рынка.

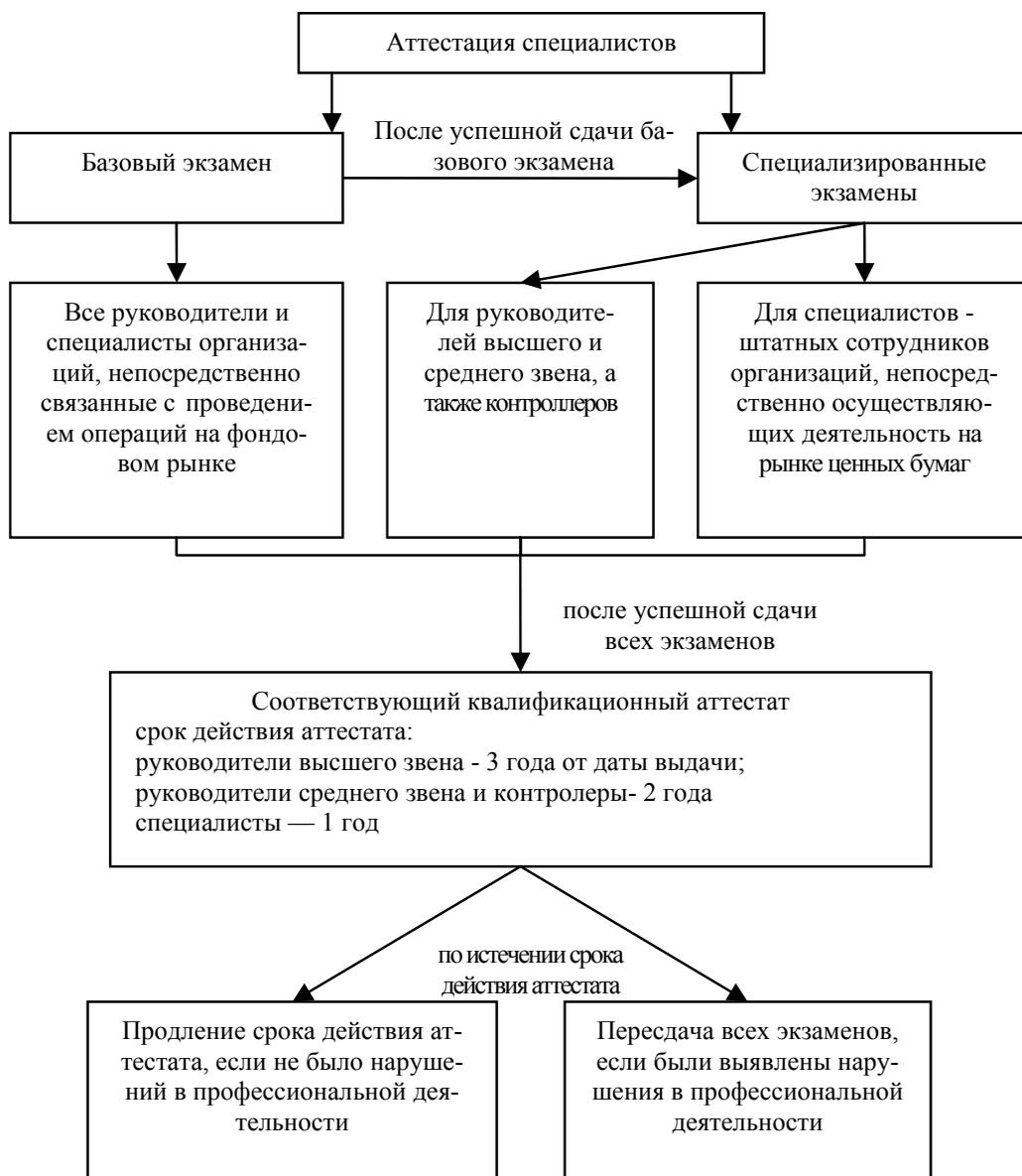


Рис. 14. Аттестация специалистов ценных бумаг

В соответствии с положением о штате квалифицированных требований к руководителям, контролерам и специалистам организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, а также к индивидуальным предпринимателям – профессиональным участникам фондового рынка предусмотрены следующие виды специализированных квалификационных экзаменов:

- экзамен серии 1.0 – специализированный квалификационный экзамен для специалистов финансового рынка по брокерской, дилерской деятельности и деятельности по управлению ценными бумагами;
- экзамен серии 2.0 – специализированный квалификационный экзамен для специалистов финансового рынка по организации торговли на рынке ценных бумаг (деятельности фондовых бирж) и клиринговой деятельности;
- экзамен серии 3.0 – специализированный квалификационный экзамен для специалистов финансового рынка по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- экзамен серии 4.0 – специализированный квалификационный экзамен для специалистов финансового рынка по депозитарной деятельности;
- экзамен серии 5.0 – специализированный квалификационный экзамен для специалистов финансового рынка по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами;
- экзамен серии 6.0 – специализированный квалификационный экзамен для специалистов финансового рынка по деятельности специализированных депозитариев инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов.

Деятельность, связанная с аттестацией специалистов фондового рынка, регулируется следующими нормативными документами:

- Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” (ст.42 п.14, ст. 44 п.10);
- Федеральный закон “Об инвестиционных фондах” (ст.55 п. 2);
- №04-300/пз “Об Апелляционной комиссии по квалификационным экзаменам Федеральной службы по финансовым рынкам”;
- №04-301 “Об Аттестационной комиссии по квалификационным экзаменам Федеральной службы по финансовым рынкам”;
- Приказ ФСФР России от 20.04.2005 г. № 05-17/пз-н “Об утверждении Положения о специалистах финансового рынка”;
- Письмо ФСФР России от 27.09.2005 № 05-ОВ-02/15328 “Об информации из реестра аттестованных лиц”;
- Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 10 марта 2004 г. N 04-692/р “Об утверждении Квалификационного минимума по базовому квалификационному экзамену для специалистов рынка ценных бумаг”;
- Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 3 марта 2004 г. N 04-638/р “Об утверждении Квалификационного минимума по специализированному квалификационному экзамену для специалистов рынка ценных бумаг по брокерской, дилерской деятельности и деятельности по управлению ценными бумагами”;

– Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 10 марта 2004 г. N 04-691/р “Об утверждении Квалификационного минимума по специализированному квалификационному экзамену для специалистов рынка ценных бумаг по организации торговли (деятельность фондовой биржи) и клиринговой деятельности”;

– Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 10 марта 2004 г. N 04-695/р “Об утверждении Квалификационного минимума по специализированному квалификационному экзамену для специалистов рынка ценных бумаг по ведению реестров владельцев именных ценных бумаг”;

– Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 10 марта 2004 г. N 04-696/р “Об утверждении Квалификационного минимума по специализированному квалификационному экзамену для специалистов рынка ценных бумаг по депозитарной деятельности”;

– Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 10 марта 2004 г. N 04-693/р “Об утверждении Квалификационного минимума по специализированному квалификационному экзамену для специалистов рынка ценных бумаг специализированных депозитариев инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов”.

Наличие в штате организации аттестованных специалистов является одним из обязательных условий для получения лицензии на право осуществления профессиональной деятельности на фондовом рынке.

Лицензированием профессиональных участников фондового рынка также занимается ФСФР, которая выдает лицензии на право осуществления<sup>23</sup>:

- брокерской деятельности;
- дилерской деятельности;
- деятельности по управлению ценными бумагами;
- клиринговой деятельности;
- депозитарной деятельности;
- деятельности по ведению реестров владельцев именных ценных бумаг;
- деятельности по организации биржевой и внебиржевой торговли ценными бумагами.

Лицензирование профессиональных участников предполагает выполнение определенных требований, которым должны соответствовать претенденты на получение разрешения работать на рынке ценных бумаг.

---

<sup>23</sup> Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 16 марта 2005 г. N 05-3/пз-н "Об утверждении Порядка лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг" (с изменениями от 28 июля 2005 г.)

К ним относятся требования к организационно–правовой форме, размеру собственного капитала, уровню квалификации специалистов, представлению регистрационной формы и условиям совмещения профессиональной деятельности как на фондовом рынке так и в других сферах, соблюдение стандартов профессиональной этики.

При первичном обращении за получением лицензии профессиональному участнику фондового рынка выдается лицензия со сроком действия 3 года. При наличии у соискателя лицензии на определенный вид профессиональной деятельности сроком действия 3 года лицензирующий орган может принять решение о выдаче данному соискателю лицензии без ограничения срока действия.

Наряду с ФСФР лицензирование профессиональных участников рынка ценных бумаг проводит Банк России на основе генеральной лицензии, полученной на основе решения ФСФР. Генеральная лицензия выдается на срок не более одного года. Банк России в своих действиях руководствуется условиями лицензирования различных видов профессиональной деятельности, которые устанавливаются нормативными актами Федеральной службы. В свою очередь Банк России в праве делегировать полномочия территориальным органам. В этом случае на него возлагается обязанность по осуществлению контроля за их деятельностью территориальных органов по лицензированию и периодической отчетности перед ФСФР.

Генеральная лицензия выдается ФСФР на основании заявления, содержащего информацию, о видах профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, которые Банк России собирается лицензировать, о наличии соответствующей материально-технической базы, структурных подразделений и квалифицированного персонала, а также пакета документов, регулирующего порядок и сроки рассмотрения заявлений соискателей.

Для регулирования процедуры лицензирования деятельности на рынке ценных бумаг используются следующие нормативные документы:

- Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” (ст.42 п.14, ст. 44 п.10);
- Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 16 марта 2005 г. N 05-3/пз-н “Об утверждении порядка лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг”;
- Приказ ФСФР России от 28.07.2005 г. № 05-26/п-зн “О внесении изменений в Порядок лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, утвержденный приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 16.03.2005 г. № 05-3/п-зн”.

Перед органами регулирования фондового рынка стоит задача не только разработки правил деятельности профессиональных участников на рынке, но и контроля за их соблюдением.

Существуют следующие формы контроля за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг:

- требования по предоставлению профессиональными участниками ежеквартальной отчетности по результатам работы в ФСФР;
- требования к проведению обязательной ежегодной аудиторской проверки финансово-хозяйственной деятельности компаний, имеющих лицензии на право работы на фондовом рынке;
- осуществление выборочных проверок текущей деятельности, проводимых органами Федеральной службы.

Система контроля за деятельностью профессиональных участников направлена на предупреждение нарушений законодательно-нормативной базы и на защиту интересов инвесторов. При выявлении нарушений правил работы на фондовом рынке контролирующий орган обязан наложить санкции на организацию-нарушителя. Органы регулирования в зависимости от вида нарушений применяют различные виды санкций:

1. **Административные санкции.** Применяются в случае незначительных нарушений правил деятельности на фондовом рынке. Контролирующие органы отмечают выявленные недостатки и дают определенный срок для их устранения, по истечении которого компания должна отчитаться об их устранении.

2. **Экономические санкции.** Применяются, как правило, к руководителям компаний за грубые нарушения нормативных и законодательных актов. Штрафы за нарушения правил работы на фондовом рынке в ряде случаев составляют весьма значительную величину.

3. **Приостановление действия лицензии.** Для каждого вида деятельности Федеральная комиссия приводит подробный перечень нарушений, являющихся основанием для приостановления действия лицензии. Приостанавливая действие лицензии, контролирующий орган направляет компании уведомление, в котором указываются причины, повлекшие за собой установление таких санкций; перечень мер и сроки, в течение которых нарушения должны быть устранены, а также виды деятельности, которые может осуществлять компания до устранения нарушений.

4. **Аннулирование лицензии.** Применяется в случае грубейших и неоднократных нарушениями со стороны профессионального участника рынка ценных бумаг. Отзыв лицензии, фактически означает ликвидацию компании.

### **5.3. Саморегулирующиеся организации**

Операции на фондовой бирже по своему характеру могут быть очень специфическими, и в этих специфических деталях лучше всего разбираются профессионалы рынка. Для того, чтобы правительственные регуляторы вникли в эти детали, необходимо время, но даже и после этого их знания не будут полными. Если же организации, занимающиеся операциями

с ценными бумагами, сами регулируют свою деятельность, то они хорошо знают технические аспекты рынка. Вместо того, чтобы заниматься прямым регулированием, правительство может осуществлять надзор за саморегулируемыми организациями. Наконец, регулирование, осуществляемое людьми, непрерывно вступающими в контакт друг с другом (в отличие от внешних регуляторов, которые могут присутствовать на местах лишь время от времени), может быть более бдительным и последовательным.

Сторонники саморегулирования утверждают, что экспертный и оперативный характер саморегулирования часто является самым целесообразным и практичным средством регулирования. Когда объекты регулирования становятся фактическими участниками регулятивного процесса, они лучше понимают цель регулирования и свою заинтересованность в нем.

**Саморегулируемые организации** – это некоммерческие негосударственные организации, создаваемые профессиональными участниками фондового рынка на добровольной основе.

Саморегулируемые организации наделяются законом регулятивными функциями и отвечают перед государственным регулятором или регуляторами за эффективность выполнения этих функций. Государственные регуляторы контролируют саморегулируемые организации, обычно оставляя за собой право напрямую принимать меры в отношении члена профессиональной ассоциации в случае необходимости. Государственные регуляторы также могут оказывать помощь отдельным членам в случаях, когда саморегулируемая организация принимает по отношению к ним необоснованные или несправедливые меры.

Обычно саморегулируемыми организациями являются биржи и общественные объединения различных групп профессиональных участников.

Фондовые биржи традиционно выполняют регулятивную функцию по отношению к своим членам и практике биржевой торговли. В системе регулирования фондового рынка биржи выполняют следующие основные функции:

- устанавливают правила приема в члены биржи;
- разрабатывают правила и процедуры листинга и делистинга ценных бумаг;
- требуют от участников сделок соблюдения правил поведения в торговом зале;
- контролируют деятельность участников биржевой торговли и устанавливают систему административных и экономических санкций за нарушение правил.

Например, каждая фондовая биржа имеет свои правила членства; разрабатывает процедуры листинга и делистинга; устанавливает правила биржевой торговли, порядок проведения операций и расчетов по сделкам, размер комиссионных сборов и отчислений в пользу биржи; осуще-

ствления торговых операций в зале; обеспечивают информационную прозрачность рынка, публикуя информацию о сделках, ценах, объемах торговли и др. Аналогично этому любой профессиональный участник (брокер, дилер, регистратор и др.) на базе законодательных и нормативных актов разрабатывает свои внутренние документы: договоры, правила, положения, регламентирующие их взаимодействие с клиентами и другими участниками рынка ценных бумаг.

Вера инвестора в надежность и справедливость рынка чрезвычайно важна для всех участников. Поэтому фондовая биржа неизбежно стала организацией, контролирующей поведение своих членов и торговлю на своем рынке.

В России саморегулируемые организации образуются в виде: ассоциаций, профессиональных союзов и профессиональных общественных организаций. Их основные функции:

- развитие инфраструктуры и обеспечение условий профессиональной деятельности участников фондового рынка;
- разработка правил, стандартов и контроль за проведением операций с ценными бумагами;
- защита интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов – участников фондового рынка;
- подготовка кадров и контроль за соблюдением профессиональной этики на рынке.

Инструкции, методики, и положения, разрабатываемые самими участниками фондового рынка их союзами и ассоциациями образуют последний уровень структуры нормативно-правовой базы регулирования фондового рынка (первый уровень – Федеральный закон “О рынке ценных бумаг”, второй уровень составляют нормативные акты министерств и ведомств).

Только наличие правовой базы на всех трех уровнях позволяет обеспечить эффективное функционирование рынка. Важнейшее требование, которому должна соответствовать нормативно-правовая база, – это доходчивость, непротиворечивость, недопустимость двойного толкования одних и тех же положений.

Саморегулируемые организации могут создаваться по функциональному признаку (брокерско–дилерская деятельность, инвестиционная деятельность), по продуктовому признаку (например, муниципальные ценные бумаги), по закреплённости за определенным рынком (биржи, внебиржевой рынок) или инфраструктурой, обслуживающей определенные рынки. В последних случаях данные организации выполняют не только функции саморегулирования, но и функции по сохранению и усилению своих конкурентных позиций.

Именно по этой модели в России создавалась связка Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) – Российская торго-

вая система (РТС). Это модель множественных саморегулируемых организаций, которые являются не только саморегуляторами, но и “держателями рынков”, конкурентами, что предполагает несовпадение стандартов, принятых на разных рынках (при том, конечно, что речь идет о несовпадениях, не затрагивающих фундаментальные принципы организации фондовых рынков и нормы, установленные государством).

Не только НАУФОР тесно связана с РТС, но и Национальная фондовая ассоциация (НФА), ставшая в 2000 г. второй саморегулируемой организацией в брокерско-дилерской деятельности, опирается на рынок – конкурент РТС, Московскую межбанковскую валютную биржу, создавшую крупнейший в России рынок акций.

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР<sup>24</sup>) – одна из крупнейших саморегулируемых организаций учреждена в ноябре 1995 года компаниями – профессиональными участниками фондового рынка из различных регионов России. НАУФОР имеет 14 филиалов (Северо–Западный, Уральский, Казанский, Челябинский, Ростовский, Омский, Саратовский, Новосибирский, Орловский, Красноярский, Самарский, Иркутский, Нижегородский, Приморский) и объединяет порядка 600 компаний, имеющих лицензии брокера, дилера, доверительного управляющего и депозитария. На их долю приходится до 90% всего российского оборота ценных бумаг, как на биржевом, так и внебиржевом рынке.

Основные цели НАУФОР:

- обеспечение условий профессиональной деятельности участников фондового рынка России;
- выработка и контроль за соблюдением стандартов профессиональной этики на этом рынке;
- защита интересов инвесторов;
- установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами;
- разработка программ обучения и повышения профессионального уровня членов ассоциации и иных участников рынка ценных бумаг.

НАУФОР является уполномоченной организацией по проведению государственных экзаменов на получения аттестата специалиста по работе на рынке ценных бумаг.

Саморегулируемая организация “Национальная фондовая ассоциация” (НФА<sup>25</sup>) учреждена крупнейшими операторами российского рынка ценных бумаг при участии Министерства финансов РФ и Банка России в январе 1996 года (первоначально как Национальная ассоциация участни-

---

<sup>24</sup> [www.naufor.org](http://www.naufor.org)

<sup>25</sup> [www.nfa.ru](http://www.nfa.ru)

ков рынка государственных ценных бумаг – НАУРАГ). НФА осуществляет саморегулирование в области брокерской, дилерской, деятельности по управлению ценными бумагами, депозитарной деятельности.

В состав ассоциации (на 01.01.2006 г.) входит более 230 кредитных организаций и инвестиционных компаний – профессиональных участников рынка ценных бумаг из 23 регионов России и всех 7 федеральных округов, операции которых составляют более 60% объема российского рынка ценных бумаг.

НФА выполняет функции саморегулируемой организации как в части лицензирования профессиональных участников (помощь в подготовке документов, экспертиза, рассмотрение и выдача ходатайств, сопровождение), так и участия в системе контроля ФСФР России за деятельностью профучастников (сбор, анализ и представление в ФСФР России отчетности профучастников, осуществление контроля за их деятельностью и др.).

Текущими задачами НФА являются развитие системы отчетности участников рынка ценных бумаг, подготовка соответствующей системы программного обеспечения сбора отчетности, стандартов по управлению рисками профессиональной деятельности кредитных организаций и др.

Партнерами НФА в ее работе являются крупнейшие общественные объединения российского бизнеса – Российский союз промышленников и предпринимателей, Торгово-промышленная палата РФ, Ассоциация российских банков, Ассоциация региональных банков “Россия”, Национальная валютная ассоциация, Ассоциация региональных валютных бирж, Ассоциация участников вексельного рынка, а также международные профессиональные объединения – Международная ассоциация дилеров рынка ценных бумаг (ISMA), Казахстанская фондовая биржа, Агентство Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций, Ассоциация финансистов Казахстана, Ассоциация банков Республики Казахстан, ИК “Инконбел” (Республика Беларусь) и др.

Кроме НАУФОР и НФА на Российском фондовом рынке функционируют следующие саморегулируемые организации:

1. Профессиональная ассоциация регистраторов трансфер–агентов и депозитариев (ПАРТАД<sup>26</sup>) является саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг или депозитарную деятельность и/или клиринговую деятельность. ПАРТАД имеет 5 представительств (Северо-Западное, Волго-Вятское, Поволжское, Сибирское, Уральское) и 7 представителей в городах: Саратов, Казань, Орел, Хабаровск, Ростов-на-Дону, Омск, Красноярск).

---

<sup>26</sup> [www.partad.ru](http://www.partad.ru)

2. Национальная лига управляющих (НЛУ<sup>27</sup>) – саморегулируемая организация, объединяющая на добровольной основе компании, управляющие активами паевых инвестиционных фондов, инвестиционных фондов, пенсионными резервами, осуществляющие деятельность по доверительному управлению ценными бумагами, а также инвестиционные фонды.

Целями деятельности НЛУ являются:

- развитие законодательства и совершенствование системы регулирования деятельности инвестиционных фондов, управляющих компаний инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов, компаний, осуществляющих управление ценными бумагами, активами негосударственных пенсионных фондов, страховых компаний;

- развитие и совершенствование правил и стандартов деятельности по управлению ценными бумагами, активами инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, страховых компаний (далее именуется - деятельность по управлению активами);

- контроль за соблюдением членами Лиги правил и стандартов деятельности по управлению активами;

- контроль за исполнением членами Лиги законодательства РФ о защите прав и законных интересов клиентов членов Лиги;

- представление интересов инвестиционных фондов, управляющих компаний инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов, компаний, осуществляющих управление ценными бумагами, активами негосударственных пенсионных фондов, страховых компаний во взаимоотношениях с органами государственной власти и управления и третьими сторонами;

- повышение профессиональной квалификации должностных лиц и специалистов организаций - членов Лиги.

3. Профессиональный институт размещения и обращения фондовых инструментов (ПРОФИ). ПРОФИ осуществляет саморегулирование профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерскую и/или дилерскую деятельности на рынке ценных бумаг и оказывающих услуги финансовых консультантов и/или принимающих участие в размещении и/или обращении ценных бумаг.

4. Некоммерческое партнерство профессиональных участников фондового рынка Уральского региона (ПУФРУР). Осуществляет деятельность в качестве саморегулируемой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерскую деятельность, дилерскую деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами.

Бесспорно, саморегулирование является экономически целесообразным, поскольку оно способствует эффективности правил и освобождает

---

<sup>27</sup>www.nlu.ru

правительственные структуры от дорогостоящего бремени надзора. Кроме того, при саморегулировании участники сами заинтересованы в обновлении правил, в то время как у правительственных служащих такой заинтересованности нет. Саморегулирование также мало подвержено влиянию политических изменений.

Несмотря на то, что саморегулируемые организации играют значительную роль в системе регулирования фондового рынка, в нашей стране они еще не получили должного развития. Доля государства в регулировании российского рынка ценных бумаг чрезмерно высока. Но ФСФР на сегодняшний день ведутся разработки законопроектов, позволяющих снизить влияние государственного регулятора и передать часть функций саморегулируемым организациям.

#### 5.4. Этика фондового рынка

Этика и мораль относятся к категории философских, а не экономических понятий. Однако, попытки увязать морально-этические критерии и деловую практику (в частности работу на фондовом рынке) предпринимаются постоянно.

Следование правилам честного ведения бизнеса на рынке, этика рынка и гарантии соблюдения этических норм способствуют укреплению репутации профессиональных участников, свидетельствуют о высокой степени надежности и компетентности их работы. Все это в свою очередь ведет к повышению доверия инвесторов. А доверие инвесторов необходимо для того, чтобы фондовый имел и сохранял необходимый ему широкий круг участников. В международной практике работы фондовых рынков огромное внимание уделяется вопросам повышения репутации компаний – профессиональных участников рынка, честной работы профессионалов с инвесторами.

Международной федерацией фондовых бирж (FIBV) в 1992 году были сформулированы "Повсеместно принятые принципы ведения бизнеса по ценным бумагам" (таблица 10). Эти принципы охватывают взаимоотношения: брокер-клиент, брокер-брокер, фондовая биржа-брокер-член биржи, работодатель–работник (служащий института ценных бумаг).

*Таблица 10*

#### Повсеместно принятые принципы ведения бизнеса по ценным бумагам

Принцип ведения бизнеса		Характеристика
Честность и справедливость	Честность механизма ценообразования.	Так как система ценообразования на рынке ценных бумаг является наиболее важной функцией биржи, членам сообщества фондовых бирж следует соблюдать честность ценообразования на бирже, к которой они принадлежат.

	<p>Уклонение от вводящих в заблуждение действий или представлений.</p>	<p>Членам сообщества фондовых бирж следует идти дальше, чем уклонение от вводящих в заблуждение действий или представлений. Им следует воздерживаться от любых действий, которые бы помешали или подрывали справедливое и организованное функционирование рынка. Им не следует распространять беспочвенную или ложную информацию об эмитентах, входящих в листинг. Членам сообщества фондовых бирж следует воздерживаться от любых действий, направленных на введение в заблуждение других участников относительного истинного состояния рынка. Поэтому должно быть уделено внимание объявлению вне закона определенных манипулятивных практик, таких как торговые сделки без изменения собственника или торговые сделки, которые создают ложную видимость активности.</p>
	<p>Тестирование новых торговых стратегий.</p>	<p>Хотя манипулирование ценами (включая сделки инсайдеров) может быть воспрещено законодательством или правилами фондовой биржи, определенные торговые стратегии могут не запрещаться. При допуске новых торговых стратегий фондовые биржи должны принимать во внимание честность связанного с ними механизма ценообразования, обеспечивая, однако, чтобы такой подход не использовался для обоснования антиконкурентной практики принятия решений.</p>
	<p>Прозрачность.</p>	<p>Прозрачность рынка есть важный элемент справедливого ведения дел и должна поощряться, хотя биржи могут предлагать различные степени прозрачности, основываясь на собственном решении о приемлемом для них балансе между прозрачностью и ликвидностью. Тем не менее, фондовым биржам должна предоставляться отчетность о сделках, составленная немедленно и детально в том, что касается их объема и цен.</p>
	<p>Жалобы и механизм разрешения разногласий.</p>	<p>Членам фондовой биржи следует выполнять свои обязательства друг перед другом и перед клиентами. Биржам следует обеспечить механизм, который может быть неформальным, для быстрого и надлежащего разрешения жалоб и разногласий между членами биржи и между членами и клиентами.</p>

Старательность	Выполнение наилучшим образом.	Старательность требует от члена фондовой биржи при ведении сделок выполнения приказов клиентов наилучшим образом. Это требование включает в себя выполнение агентами приказов быстро и, если это рыночный ордер, по наилучшей возможной цене, а также взимание согласованной ими обычной комиссии, размер и условия выплаты которой должны быть полностью раскрыты. Это требование также включает в себя исполнение сделок, по которым не выплачивается комиссия, и приказов участников рынка за свой счет по ценам, в разумной мере связанным с рыночными ценами (особенно там, где разрешена внебиржевая торговля). В это требование также входит раскрытие клиенту базиса повышения или понижения цены в той мере, в какой это может быть допущено рынком. В любом случае, наполнение операции должно быть раскрыто клиентам независимо от того, действует фирма как агент или за свой собственный счет
----------------	-------------------------------	--

Для российского фондового рынка практика разработки и применения этических норм и правил работы только формируется. Однако, стоит отметить, что изучению вопросов профессиональной этики участников рынка ценных бумаг уделяется все больше внимания как со стороны государственного регулятора, так и со стороны самих профессионалов рынка.

Например, с учетом имеющейся практики российского фондового рынка, а также западной практики функционирования аналогичных рынков, кроме квалификационных и финансовых требований российские органы регулирования устанавливают основные правила осуществления конкретных видов деятельности на фондовом рынке, которые отражают морально–этическую сторону работы на рынке ценных бумаг. Например, для брокеров и дилеров установлен комплекс требований, которые нацеливают их деятельность на работу с клиентами на принципах информационной открытости, взаимного доверия и добросовестности при исполнении поручений клиентов. Федеральная служба требует от брокеров и дилеров соблюдения комплекса следующих условий:

- исполнять поручения исключительно в интересах клиентов в полном соответствии с полученными указаниями;
- обеспечить своим клиентам наилучшие условия исполнения поручений;
- информировать клиента о всех обстоятельствах, связанных с осуществлением сделок купли-продажи ценных бумаг, в том числе о рис-

ках, присущих данным операциям;

- не допускать манипулирования ценами и понуждения к покупке или продаже ценных бумаг путем предоставления клиентам умышленно искаженной информации;
- совершать сделки купли–продажи ценных бумаг в первоочередном порядке по отношению к собственным операциям;
- исполнять поручения клиентов в порядке их поступления;
- обеспечить отдельный учет ценных бумаг и денежных средств клиентов, их надлежащее хранение;
- сохранять конфиденциальность информации об операциях клиентов и состоянии их счетов.

Требования по соблюдению норм профессиональной этики предъявляются не только профессиональным участникам рынка, но и компаниям, выходящим на рынок капитала, с целью привлечения инвестиций. Так, с 2002 г. действует Кодекс корпоративного поведения, разработанный под руководством Федеральной службы по финансовым рынкам и охватывающий разнообразные действия, связанные с управлением хозяйственными обществами. Совершенствование корпоративного поведения является одной из важнейших мер, необходимых для увеличения притока инвестиций во все отрасли национальной экономики как из источников внутри страны, так и от зарубежных инвесторов. Одним из способов совершенствования выступает введение определенных стандартов. Разработанные в кодексе стандарты корпоративного поведения применимы к хозяйственным обществам всех видов, но в наибольшей мере они предназначены для акционерных обществ, где имеет место отделение собственности от управления и поэтому наиболее вероятно возникновение конфликтов, связанных с корпоративным поведением. Главной целью применения стандартов корпоративного поведения является защита интересов акционеров. Объясняется это тем, что чем выше уровень защиты интересов акционеров, тем больший поток инвестиций удастся привлечь российским акционерным обществам, а следовательно возможно положительное влияние на российскую экономику в целом.

Кроме государственного регулятора изучением вопросов деловой этики занимаются саморегулируемые организации. Например НФА в ноябре 1997 г. был принят Кодекс добросовестного ведения бизнеса на фондовом рынке, устанавливающий определенные требования к членам ассоциации - профессиональным участникам фондового рынка, а также нормы и правила деятельности на фондовом рынке, обязательные для соблюдения. Кодекс разработан с целью устранения возможностей для мошенничества, манипулирования ценами, нарушения прав клиентов и инвесторов, нарушения действующего законодательства и нормативных правовых ак-

тов, касающихся фондового рынка, а также для поддержания высоких профессиональных и этических норм и стандартов членами НФА.

Соблюдение правил и норм профессиональной этики, способствует стабильному и эффективному функционированию и развитию фондового рынка, а также привлечению на него широкого круга инвесторов.

**Контрольные вопросы:**

- 1) Какие цели преследует система регулирования фондового рынка?
- 2) Из каких элементов состоит регулятивная инфраструктура фондового рынка?
- 3) Перечислите основные модели регулирования рынка ценных бумаг.
- 4) В чем заключается сущность государственного регулирования фондового рынка?
- 5) Раскройте основные принципы работы ФСФР в качестве регулятора российского фондового рынка.
- 6) Перечислите три уровня нормативно-правовой базы регулирования фондового рынка. Какие функции выполняет каждый уровень?
- 7) Какие виды профессиональной деятельности на фондовом рынке России подлежат лицензированию?
- 8) Какие санкции применяются к участникам фондового рынка за нарушение правил деятельности?
- 9) На решение каких задач направлена деятельность саморегулируемых организаций?
- 10) Приведите примеры саморегулируемых организаций на российском фондовом рынке.
- 11) Какие нормы и правила профессиональной этики действуют на рынке ценных бумаг и для чего необходимо их соблюдение?

**Рекомендуемая тематика докладов и дискуссий:**

- 1) Оценка и проблемы российского законодательства по ценным бумагам.
- 2) Налоговое регулирование деятельности на рынке ценных бумаг.

## **6. Информационная инфраструктура фондового рынка**

### **6.1. Основы информационной инфраструктуры рынка ценных бумаг**

Одним из важнейших условий функционирования фондового рынка является его информационная прозрачность. Наличие полной, точной и достоверной информации повышает доверие участников рынка, способствует притоку долгосрочных инвестиций на рынок. При отсутствии системы раскрытия информации на фондовом рынке инвестор не имеет механизма, позволяющего оценивать как привлекательность предприятий для инвестирования, так и возможные инвестиционные риски, что препятствует эффективному размещению капитала.

В развитых странах существует целая система правил, регулирующих процессы раскрытия информации на рынке. Нарушение этих правил ведет к существенным финансовым потерям и ущербу деловой репутации участников рынка.

Регулирование системы раскрытия информации осуществляется на основе федеральных законов, контролирующих доступ к рынкам ценных бумаг и торговую деятельность на них. Для этого создается центральный орган регулирования, который, основываясь на предоставленных ему законодательной властью полномочиях, осуществляет контроль и надзор за деятельностью эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг. Примером такой регулятивной структуры является Комиссия по ценным бумагам и биржам США, которая получает свои полномочия от Конгресса и несет основную ответственность за контроль за соблюдением Закона о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act of 1933) и Закона об обращении ценных бумаг 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934). В нашей стране функции основного регулятора фондового рынка выполняет Федеральная служба по финансовым рынкам.

Некоторые специалисты высказываются в поддержку иного подхода к раскрытию информации – раскрытию информации на основе добровольных действий. Сторонники этого подхода считают, что не должно быть никаких регулятивных требований о раскрытии информации, поскольку в ответ на требования искушенных инвесторов эмитенты будут добровольно раскрывать экономически целесообразный объем информации. Если "адекватных стандартов" в раскрытии информации можно достичь без введения регулирования, то целесообразно его не вводить. Компании, желая повысить стоимость своих ценных бумаг неизбежно будут вынуждены раскрывать информацию, необходимую участникам рынка для оценки привлекательности

Сторонники добровольного раскрытия информации исходят из предпосылки существования эффективных, хорошо развитых рынков, на кото-

рых работает множество профессионалов в области ценных бумаг. Это информированные трейдеры, посвятившие свою карьеру сбору и распространению информации, а также обеспечению того, чтобы вся необходимая информация о ценных бумагах быстро находила выражение в виде цены.

Данный подход абсолютно не применим в отношении формирующихся рынков (к категории развивающихся относится и российский фондовый рынок), где в силу объективных причин необходимо применение обязательного раскрытия информации.

Во-первых, сама новизна этих рынков предполагает, что введение единообразных правил раскрытия информации эмитентами способствовало бы повышению эффективности рынков. Во-вторых, формирующиеся рынки в настоящее время не имеют ни профессиональных инвесторов, способных найти нужную информацию, ни технологии, которую профессионалы могли бы использовать для передачи рынку собранной ими информации. Для того, чтобы система раскрытия информации была эффективной, форма и содержание информации должны быть стандартизированными, а за раскрытием информации должен осуществляться контроль со стороны государственного учреждения.

Можно с уверенностью утверждать, что использование какого-либо из этих подходов зависит от степени развития фондового рынка. Действительно, по мере роста эффективности рынка необходимость в обязательном раскрытии информации снижается. Если же речь идет о формирующихся рынках, то здесь нельзя недооценивать важность законов, требующих обязательного раскрытия информации.

На сегодняшний день независимо от уровня развития рынка ценных бумаг большинство стран полагаются на законы, определяющие место, порядок и время раскрытия информации.

Российский рынок ценных бумаг также опирается на законодательное регулирование системы раскрытия информации. И нужно отметить, что нормативная база в этой области у нас развита крайне слабо и требует тщательной дальнейшей доработки.

Основополагающим нормативным документом по вопросам раскрытия информации выступает Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” № 39-ФЗ от 22.04.1996 г. (с последующими изменениями и дополнениями). В законе де-факто реализованы две концепции доступа к информации о рынке ценных бумаг: во-первых, путем раскрытия информации – это специализированная процедура, гарантирующая нахождение информации и доступ к ней в заданное время; во-вторых, путем публикации информации в печати. Однако, стихийная публикация разнородной информации не может быть достаточным средством раскрытия информации для функционирования рынка ценных бумаг. Для этого в Законе было введено понятие раскрытия информации, как средства обеспечения гаранти-

рованного нахождения и получения информации в заданное время и с заранее понятными (малыми) ресурсами, потребными на нахождение и получение раскрываемой информации. В частности, в соответствии со статьей 30 Закона “О рынке ценных бумаг” под раскрытием информации понимается “обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации по процедуре, гарантирующей ее нахождение и получение”. При этом доступность информации подразумевает возможность ее получения без каких либо привилегий.

Существует мнение, что стоит перенести акцент с понятия “раскрытия информации” как одного из институтов инфраструктуры фондового рынка на “раскрытие информации” как действия раскрывателя по предоставлению информации в систему ведомственной и публичной отчетности. В частности под раскрытием информации предлагается понимать действия, осуществляемые в соответствии с установленным порядком, направленным на обеспечение доступности информации, а под доступностью информации понимать существование единой для всех заинтересованных лиц процедуры доступа, гарантирующей нахождение и получение этой информации. Что же касается обозначения рыночного института можно использовать понятие “система раскрытия информации”, а также более широкое “инфраструктура поддержки инвестиционных решений”, подразумевающие институты доставки широкой публике кроме раскрываемой информации новостей, текущих рыночных цен и аналитических материалов<sup>28</sup>.

В целом Закон, определяет группы участников рынка ценных бумаг, обязанных раскрывать информацию о своей деятельности, а также общие правила и нормы раскрытия информации на рынке.

Помимо Федерального закона “О рынке ценных бумаг” вопросы раскрытия информации отражены:

– в Федеральном законе “Об акционерных обществах” от 26.12.1995г. N 208-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями), обеспечивающем защиту прав и интересов акционеров, в том числе и в области раскрытия информации о деятельности акционерного общества;

– в Федеральном законе “О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг” от 5.03.1999 г. N 46-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) Действие закона направлено на защиту прав и законных интересов физических и юридических лиц, объектом инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги, в том числе. Закон устанавливает требования к предоставлению информации эмитентами и другими участниками фондового рынка инвестору в связи с обращением ценных бумаг.

---

<sup>28</sup> Левенчук А. Поправки к Закону "О рынке ценных бумаг" по уточнению понятия "раскрытия информации"

Требования к раскрытию информации и вопросы их реализации нашли свое отражение в ряде нормативных документов, утвержденных Федеральной службой по финансовым рынкам:

– приказ Федеральной службы по финансовым рынкам “Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг” от 16.03.2005г. N 05-5/пз-н – регулирует состав, порядок и сроки обязательного раскрытия информации акционерным обществом, раскрытия информации на этапах процедуры эмиссии эмиссионных ценных бумаг, раскрытия информации в форме проспекта ценных бумаг, ежеквартального отчета эмитента ценных бумаг и сообщений о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента ценных бумаг, а также устанавливает требования к порядку раскрытия эмитентами иной информации об исполнении обязательств эмитента и осуществлении прав по размещаемым (размещенным) ценным бумагам;

– постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг “О системе раскрытия информации на рынке ценных бумаг” от 9.01.1997г. N 2 - определяет порядок предоставления, сбора, хранения, обработки и обеспечения доступа к раскрываемой на рынке ценных бумаг информации, а также устанавливает требования к участникам системы раскрытия информации. Распространяется на информацию, раскрываемую регулирующими рынок ценных бумаг федеральными органами исполнительной власти и Центральным банком Российской Федерации, саморегулируемыми организациями, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, эмитентами, а также владельцами ценных бумаг;

– распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг “Об утверждении Порядка распространения информации о ценных бумагах” от 17.02.1998 г. N 133-р – устанавливает порядок заключения договоров о распространении информации между организациями, обязанными раскрывать информацию и ФСФР России;

– приказ Федеральной службы по финансовым рынкам “Об утверждении Положения о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации” от 22.06.2005 г. N05-23/пз-н – устанавливает порядок и сроки раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также требования к содержанию раскрываемой информации, в том числе требования к расчету доходности инвестиционной деятельности акционерного инвестиционного фонда и управляющей компании паевого инвестиционного фонда.

## 6.2. Субъекты системы раскрытия информации

Федеральным законом “О рынке ценных бумаг” № 39-ФЗ от 22.04.1996 г. (с последующими изменениями и дополнениями) предусматриваются требования по раскрытию информации к следующим трем группам участников фондового рынка:

- эмитенты публично размещаемых эмиссионных ценных бумаг;
- владельцы эмиссионных ценных бумаг;
- профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Эмитентом ценных бумаг должна раскрываться информация, касающаяся этапов процедуры эмиссии ценных бумаг, а также финансово-хозяйственной деятельности эмитента. Информация о финансово-хозяйственной деятельности публикуется в форме ежеквартального отчета по ценным бумагам и сообщений о существенных событиях и действиях.

Информация о существенных фактах и сообщения об этапах эмиссии должны раскрываться:

- в ленте новостей хотя бы одного из информационных агентств, уполномоченного федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг на публичное предоставление информации, раскрываемой на рынке ценных бумаг – в течение одного дня с момента наступления существенного факта;

- в сети Интернет – в течение трех дней с момента наступления существенного факта;

- в Приложении к Вестнику ФСФР России - в течение пяти дней с момента наступления существенного факта;

- в иных средствах массовой информации – в соответствии с “Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг”.

Необходимость публикаций в печатных средствах массовой информации возникает у эмитента во-первых, при сообщении о существенных фактах его деятельности (сообщение публикуется в периодическом печатном издании, распространяемом тиражом, доступным для большинства владельцев ценных бумаг эмитента), а во-вторых – в ходе эмиссии ценных бумаг, предусматривающей их размещение путем открытой подписки (информация раскрывается в периодическом печатном издании, распространяемом тиражом не менее 10 тысяч экземпляров).

Проспект эмиссии должен быть представлен компанией, которая впервые предлагает свои ценные бумаги публичным инвесторам, т.е. выпускает их на первичный рынок. Эмитент, желая убедить первичных инвесторов в покупке ценных бумаг, заинтересован предоставить всю требуемую информацию.

Кроме того, первичное размещение ценных бумаг обычно проводится профессиональным андеррайтером. Понятно, что андеррайтер очень

заинтересован в тщательном изучении компании, чтобы полностью понять риски и перспективы инвестирования в компанию. В то же время, по финансовым соображениям, андеррайтер стремится не допустить разочарования инвестора в эмитенте, а также не навредить своей собственной репутации и финансовому благополучию.

В России требования к содержанию информации, раскрываемой в проспекте эмиссии, совпадают с международной практикой раскрытия информации в этой области.

В таблице 11 представлена информация, содержащаяся в проспекте эмиссии.

*Таблица 11*

**Требования к раскрытию информации  
при первичном размещении ценных бумаг**

Необходимые данные	Необходимые документы
Данные об эмитенте	<ul style="list-style-type: none"> <li>– наименование эмитента;</li> <li>– юридический адрес;</li> <li>– ссылка на государственную регистрацию в качестве юридического лица;</li> <li>– лица, владеющие не менее чем 5 процентами уставного капитала;</li> <li>– структура руководящих органов;</li> <li>– список членов Совета директоров или правления с указанием их долей в уставном капитале эмитента;</li> <li>– список компаний, в которых эмитент обладает более чем 5 процентами уставного капитала;</li> <li>– список филиалов и представительств.</li> </ul>
Данные о финансовом положении эмитента	<ul style="list-style-type: none"> <li>– бухгалтерские балансы и финансовая отчетность за последние три года;</li> <li>– бухгалтерский баланс по состоянию на конец последнего квартала;</li> <li>– размер просроченной задолженности кредиторам и по платежам в бюджет;</li> <li>– данные об уставном капитале (его величина, количество ценных бумаг и их номинальная стоимость, акционеры, доля которых в уставном капитале превышает установленные антимонопольным законодательством нормативы;</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>– отчет о предыдущих выпусках эмиссионных ценных бумаг (виды ценных бумаг, ссылка на государственную регистрацию, регистрирующий орган, объем выпуска, количество выпущенных ценных бумаг, условия выплаты доходов, другие права владельцев).</li> </ul>

Необходимые данные	Необходимые документы
Сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ценные бумаги (форма и вид ценных бумаг с указанием порядка хранения и учета прав на ценные бумаги, объем выпуска и количество ценных бумаг в выпуске);</li> <li>– параметры эмиссии (дата решения о выпуске и наименование органа, принявшего решение, ограничения на потенциальных владельцев, место приобретения ценных бумаг, депозитарий);</li> <li>– сроки начала и окончания размещения;</li> <li>– цены и порядок оплаты ценных бумаг;</li> <li>– профессиональные участники рынка ценных бумаг или их объединения, которых предполагается привлечь к участию в размещении;</li> <li>– получение доходов по ценным бумагам (порядок выплаты и методика определения размера доходов);</li> <li>– орган, осуществивший регистрацию выпуска.</li> </ul>

После регистрации проспекта ценных бумаг эмитент обязан раскрывать текущую информацию о своих ценных бумагах и своей деятельности в виде:

- ежеквартального отчета (не позднее 45 дней с даты окончания отчетного квартала) эмитента;
- сообщений о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента.

Ежеквартальный отчет эмитента должен содержать данные о деятельности эмитента за текущий квартал: бухгалтерский баланс, счета прибылей и убытков на конец квартала; факты, повлекшие увеличение чистой прибыли или убытков более чем на 20 процентов; данные о формировании и использовании резервного и других специальных фондов.

Сообщениями о существенных фактах, затрагивающих финансово – хозяйственную деятельность эмитента, признаются:

- сведения о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ;
- сведения о фактах, повлекших разовое увеличение или уменьшение стоимости активов эмитента более чем на 10 процентов;
- сведения о фактах, повлекших разовое увеличение (уменьшение) чистой прибыли или чистых убытков эмитента более чем на 10 процентов;
- сведения о фактах разовых сделок эмитента, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет 10 процентов и более от стоимости активов эмитента по состоянию на дату сделки;
- сведения о выпуске эмитентом ценных бумаг;
- сведения о начисленных и/или выплаченных доходах по ценным бумагам эмитента;

- сведения о появлении в реестре эмитента лица, владеющего более чем 25 процентами его ценных бумаг любого отдельного вида;
- сведения о датах закрытия реестра;
- сведения о сроках исполнения обязательств эмитента перед владельцами ценных бумаг эмитента;
- сведения о решениях общих собраний;
- сведения о принятии уполномоченным органом эмитента решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг.

Кроме того, ОАО в обязательном порядке должно публиковать следующие документы: годовой отчет общества, бухгалтерский баланс и счет прибылей и убытков, списки аффилированных лиц общества, соотношение стоимости чистых активов и размера уставного капитала, количество акционеров, информацию о держателе реестра акционеров.

Второй группой лиц, раскрывающих информацию на фондовом рынке, являются владельцы эмиссионных ценных бумаг. Закон "О рынке ценных бумаг" обязывает владельца раскрывать информацию о своих правах на ценные бумаги эмитента в случаях, если он вступил во владение 20 процентами (и более) любого вида ценных бумаг эмитента, а также если его доля владения любого вида эмиссионных ценных бумаг увеличилась либо понизилась до уровня, кратного каждому 5 процентам свыше 20 процентов данного вида ценных бумаг.

Владелец обязан раскрыть информацию (которая включает: имя или наименование владельца, наименование эмитента, количество и регистрационный номер данного вида ценных бумаг) не позднее пяти дней после соответствующих действий путем уведомления ФСФР. Однако в настоящий момент со стороны ФСФР эта ситуация никоим образом не урегулирована, и, естественно, никаких подзаконных актов касающихся раскрытия информации владельцами ценных бумаг до сих пор не опубликовано. На практике владельцы подобных крупных пакетов эмиссионных ценных бумаг отсылают письма в ФСФР в произвольной форме и, соответственно, можно предположить, что далеко не все, так как контролировать подобные ситуации невозможно, да и ответственности за непредставление информации фактически не предусмотрено.

Кроме того, Закон "О рынке ценных бумаг" предусматривает случаи, когда профессиональный участник рынка ценных бумаг обязан раскрыть информацию, содержащую наименования профессионального участника рынка ценных бумаг, вид и государственный регистрационный код ценных бумаг, наименование эмитента, цену и количество ценных бумаг. Это происходит в случае, если профессиональный участник в течение квартала совершил сделки с одним видом ценных бумаг одного эмитента количеством превышающим 100 процентов общего количества данных цен-

ных бумаг, либо совершил единовременную сделку с ценными бумагами, количеством превышающим 15 процентов общего количества указанных ценных бумаг. Профессиональные участники обязаны уведомить ФСФР не позднее пяти дней после завершения соответствующего квартала или после соответствующей операции. Также профессиональные участники рынка ценных бумаг в случае предложения и (или) объявления цен покупки – продажи эмиссионных ценных бумаг обязаны раскрыть имеющуюся у них общедоступную информацию, раскрываемую эмитентом этих эмиссионных ценных бумаг, или сообщить о факте отсутствия у них этой информации. Имеющаяся у профессионального участника информация предоставляется в случае, если обстоятельства дела, поведение лица, обратившегося к данному профессиональному участнику, и иные факторы свидетельствуют об отсутствии такой информации у обращающихся лиц.<sup>29</sup> Однако все это лишь определено законодательно, но на практике же этот вопрос не регулируется.

Таким образом, можно подвести некоторые итоги. Вопрос раскрытия информации в отечественном законодательстве в полной мере урегулирован лишь касательно эмитентов эмиссионных ценных бумаг, в то время как ответственность владельцев крупных пакетов лишь продекларирована. Законодательство большинства стран с развитыми рынками относит подобных владельцев к разряду инсайдеров и, соответственно, предъявляет достаточно жесткие требования к порядку раскрытия ими информации. Поэтому очевидна необходимость дальнейшего совершенствования регулирования проблемы раскрытия информации, тем более что это, возможно, значительно более действенный способ борьбы против инсайдерской торговли, нежели наложение на инсайдеров умопомрачительных размеров штрафов и «запугивание» их тюремным заключением.

### **6.3. Инсайдерская информация на рынке ценных бумаг**

Отсутствие раскрытия информации или неравномерность ее раскрытия во времени являются основой инсайдерской торговли.

Обычно, инсайдерской считается необщедоступная важная информация о компании, которая стала известна определенному лицу в силу его служебного положения, управленческих полномочий или иных особых отношений с компанией. В случае раскрытия эта информация может повлиять на рыночную стоимость ценных бумаг компании либо, по меньшей мере, считаться важным фактором для инвесторов при принятии решения о покупке или продаже ценных бумаг компании.

Торговля с использованием инсайдерской информации подрывает доверие инвесторов к ценным бумагам, что самым негативным образом

---

<sup>29</sup> Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" ст.30.

отражается на финансовом рынке в целом, а через него и на всем инвестиционном процессе.

В последнее время в ряде стран были ужесточены законы об инсайдерской торговле: введены самые различные меры, начиная с ужесточения мер наказания за совершение инсайдерских сделок и кончая более строгими правилами отчетности лиц, обладающих инсайдерской информацией и квалифицируемых в качестве инсайдеров.

Впервые вопросы регулирования инсайдерской торговли нашли свое отражение в Законе о фондовых биржах 1934 г. в США. В законе устанавливались жесткие ограничения на торговлю собственными ценными бумагами инсайдерами – директорами и управляющими корпораций. На втором месте стоит Япония, которая урегулировала инсайдерские сделки в 1948 году в Законе о ценных бумагах и биржах.

Основное внимание в мире к регулированию инсайда, появляется лишь в начале 80-х годов. В это время во многих странах были впервые приняты законодательные нормы, определяющие некоторые виды торговли ценными бумагами инсайдерами как уголовное преступление. Например, в Великобритании в 1985 году принимается Закон о ценных бумагах компаний (об инсайдерах), в Швейцарии эти вопросы регулируются с 1988 года со вступлением в силу статьи 161 Швейцарского Уголовного Кодекса, в Швеции в 1990 году принимается Закон об инсайдерской торговле, 13 ноября 1989 года Совет Европейского Сообщества принял Директиву 89/592 по инсайдерской торговле.

В настоящее время все страны ЕС привели свое законодательство в соответствии с данной директивой и, таким образом, она лежит в основе инсайдерского законодательства всех стран ЕС. Кроме того, в 80-е годы Конгресс США принял две поправки к Закону о фондовых биржах, которые ужесточили санкции против инсайдеров за использование внутренней информации.

Сложность регулирования вопросов, связанных с инсайдом возникает при определении понятий “инсайдер” и “инсайдерская информация”.

Начнем с определения понятия “инсайдерская информация”. К примеру, в Великобритании под термином “инсайдерская информация” понимается информация, которая не должна раскрываться кроме как в ходе обычного режима работы компании и которая может оказать влияние на цены; в Германии – необщедоступные сведения, которые, будучи раскрыты, могли бы серьезно повлиять на рыночные цены, причем исследовательский анализ, проведенный исключительно на базе общедоступной информации, не считается инсайдерской информацией, хотя он может сам по себе оказать серьезное влияние на цены; в Швеции конфиденциальной информацией может считаться предложение о поглощении или информация о состоянии дел в компании, а кроме того информация о

предстоящей интервенции центрального банка на денежном рынке, об изменении законодательства или иная информация, способная повлиять на рынок. В Законе “О ценных бумагах и биржах” Японии выделяются три категории информации, относящейся к “инсайдерской”: во-первых, информация, связанная с принятием решений в самой компании (выпуск новых акций, слияния и поглощения, выпуск нового продукта или внедрение новых технологических процессов и т.п.); во-вторых, внешняя информация, находящаяся вне контроля компании (потери, связанные с форс-мажорными обстоятельствами, изменения в составе акционеров, банкротство дочерней компании и т.п.); в-третьих, информация, касающаяся финансовых показателей или прогнозов их динамики.

Что касается определения инсайдеров в законодательствах большинства стран этот перечень достаточно традиционен.

Германское законодательство к инсайдерам относит лиц, обладающих служебной информацией в силу следующих причин: являясь членом исполнительного или наблюдательного органа эмитента или в качестве руководящего сотрудника аффилированного лица эмитента; благодаря своему личному участию в компании-эмитенте или в аффилированной с ней компании; благодаря своей работе и профессиональному положению.

Во Франции инсайдерами считаются председатель и члены совета директоров, управляющие, члены исполнительного и наблюдательного органа, близкие родственники этих лиц, а также все лица, которые могут, в силу своего служебного положения, иметь доступ к инсайдерской информации.

Ряд стран разбивают инсайдеров на две большие группы: “первичные” и “вторичные”. Под “первичными” инсайдерами подразумеваются лица, которые в силу своего положения имеют доступ к инсайдерской информации. “Вторичные” инсайдеры – лица получившие инсайдерскую информацию, но не являющиеся “первичными” инсайдерами, имеющими доступ к такой информации.

В зарубежном антиинсайдерском законодательстве отдельно рассматривается проблема раскрытия информации инсайдерами. Основное правило – инсайдеры обязаны раскрыть информацию обо всех сделках, совершаемые с ценными бумагами своих компаний в течение установленного законами или подзаконными актами срока. При этом существует два подхода к раскрытию информации. В соответствии с первым подходом нормативные акты некоторых стран обязывают инсайдеров информировать национальный контролирующий орган. Например, в США каждое лицо, которое напрямую или косвенным образом обладает более чем 10% акций, прошедших регистрацию в Комиссии по ценным бумагам и биржам, а также любой директор или руководитель компании обязан ставить в известность Комиссию путем заполнения специального бланка об

имеющихся у него ценных бумагах компании, не позже чем через 10 дней после обретения этого статуса, а также не позже 10 дней по окончании каждого месяца, в течение которого он покупает или продает какие-либо долевые ценные бумаги данной компании. В Японии руководитель или акционер, имеющий более 10% акций, при совершении сделок с ценными бумагами своей компании обязан информировать Министерство финансов не позднее 15-го числа месяца, следующего за месяцем совершения сделки.

Второй вариант – инсайдер информирует непосредственно эмитента ценных бумаг. К примеру, законодательство Великобритании обязывает директоров компаний, а также их супругов и детей уведомлять компанию о своих операциях с акциями и облигациями компании в течение 14 дней после совершения сделки. В Канаде лицо, становящееся инсайдером, обязано предоставлять эмитенту сведения о принадлежащих ему ценных бумагах компании, а также уведомлять о всех изменениях в своем пакете ценных бумаг данного эмитента.

Что касается применения и степени жесткости карательных санкций применительно к инсайдерской торговле, то самый большой опыт накоплен в США. Здесь меры по предотвращению недобросовестной торговли начали вводить еще в 30-е годы прошлого столетия. Сейчас лицо, признанное виновным в совершении сделок с использованием инсайдерской информации, может получить до 25 лет лишения свободы или денежный штраф до 2,5 млн. долл.

Обратимся к отечественной практике регулирования инсайдерской торговли. Нужно отметить, что Российском фондовый рынок относится к категории развивающихся, поэтому для него характерны многие проблемы, которые минимизированы на ведущих мировых площадках.

Использование инсайдерской информации всегда было распространено в России, причем борьба с ней практически не велась. В результате некоторые участники рынка считают такие схемы работы на рынке вполне нормальным явлением и залогом успешной торговли.

Примеров использования инсайда такое множество, что большинство экспертов оценивают российский рынок как преимущественно инсайдерский. В контексте возможных злоупотреблений в период 2000–2005 годов в прессе упоминались акции практически всех крупнейших российских эмитентов. Предположения об использовании инсайдерской информации высказывались в отношении бумаг РАО “ЕЭС России”, “Газпрома”, “Лукойла”, “Сибнефти”, “Мосэнерго”, “Татнефти”, “Автоваза” и др. Но самым ярким примером, безусловно, стал “Юкос”. Другими, не менее хрестоматийными примерами являются эпизоды с присвоением России рейтингов со стороны международных агентств (Moody's – в октябре 2003 года, повышение рейтинга агентством S&P в январе 2004 г.).

Использование инсайдерской информации для манипулирования ценами на отечественном фондовом рынке становится все более серьезной проблемой для всех участников рынка. Вместе с тем, на сегодняшний день не существует инструментов воздействия на инсайдеров (закон “Об инсайдерской информации и манипулировании рынком” до сих пор не принят). В действующем законодательстве просто нет понятия “инсайдерская информация”. В место этого используется термин “служебная информация” под которой понимается “любая не являющаяся общедоступной информация об эмитенте и выпущенных им эмиссионных ценных бумагах, которая ставит лиц, обладающих в силу своего служебного положения, трудовых обязанностей или договора, заключенного с эмитентом, такой информацией, в преимущественное положение по сравнению с другими субъектами рынка ценных бумаг”<sup>30</sup>. Однако, понятия “инсайдерская” и “служебная информация” не представляются идентичными. Инсайдерская информация обладает определенными признаками, позволяющими выделить ее из более общей категории информации, составляющей служебную тайну:

- не является общедоступной;
- всегда имеет прямое или косвенное отношение к предмету биржевой торговли;
- характеризуется определенной взаимосвязью между использованием такой информации и изменением биржевой ситуации, при которой инсайдерская информация оказывает непосредственное ощутимое воздействие на ценообразующие факторы биржевого рынка).

Также закон не раскрывает в полной мере, какие категории игроков на рынке относятся к инсайдерам.

Необходимо в законодательном порядке дать полное и четкое понятий “инсайдерская информация” и “инсайдер”, установить более точный перечень запретных действий с использованием инсайдерской информации и определить полномочия регулятора в этой области, а также разработать систему мониторинга за деятельностью участников рынка, имеющих доступ к подобной информации.

Под влиянием сложившейся конъюнктуры рынка, когда волатильность обеспечивается исключительно за счет инсайда и манипулирования ценами участники вынуждены выработать определенные стратегии игры, чтобы обеспечить для себя приемлемый уровень доходности. Изменения стратегий касаются, в основном, горизонта инвестирования, превращая среднесрочных инвесторов - в краткосрочных, а краткосрочных – в спекулянтов (дейтрейдеров и скальперов). Т.е инвесторы отказываются от долгосрочного инвестирования в пользу спекуляций на фондовом рынке.

---

<sup>30</sup> Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг"

Россия не может конкурировать с ведущими мировыми фондовыми центрами, когда здесь нет даже такого базового понятия, как инсайдерская информация. Крупные инвесторы никогда не придут на рынок, на котором работают компании, способные получать информацию из государственных ведомств.

Принятие закона об инсайдерской торговле является одним из базовых условий, которое позволит показать миру, что наш рынок становится более цивилизованным.

#### **6.4. Поставщики информационных ресурсов на фондовом рынке**

Прежде всего, необходимо определить, какая именно информация о фондовом рынке необходима инвестору для принятия торговых решений. Во-первых, это котировки акций, поступающие с торговых площадок, во-вторых, это новости рынка, аналитические и финансовые отчеты конкретных компаний, и, в-третьих, различные сервисы и услуги аналитических и консультационных компаний и рейтинговых агентств. Большую часть информации о фондовом рынке можно получить через сеть Интернет, где имеется огромное количество сайтов, посвященных вопросам инвестирования и предоставляющих финансово-инвестиционную информацию.

Основными источниками представления информации, касающейся инвестиций являются:

- компании, специализирующиеся на предоставлении котировок реального времени по Интернету: Межбанковский финансовый дом ([www.mfd.ru](http://www.mfd.ru)), Агентство “Финмаркет” ([www.quotes.ru](http://www.quotes.ru)) и др.;

- крупнейшие службы финансовых, политических, экономических, светских и др. новостей и информации о товарных, денежных и других рынках: на английском языке – CNN (финансовый сайт службы – [www.cnnfn.com](http://www.cnnfn.com)), Reuters ([www.reuters.com](http://www.reuters.com)), Bloomberg ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)) и др. На русском языке – Росбизнесконсалтинг ([www.rbc.ru](http://www.rbc.ru)), АК&М ([www.akm.ru](http://www.akm.ru)), ПРАЙМ-ТАСС ([www.prime-tass.ru](http://www.prime-tass.ru)), РИА Новости ([www.rian.ru](http://www.rian.ru)), Интерфакс ([www.interfax.ru](http://www.interfax.ru));

- аналитические, экономические, финансовые и другие информационные издания: журнал “Рынок ценных бумаг” ([www.rcb.ru](http://www.rcb.ru)), журнал “Валютный спекулянт” ([www.spekulant.ru](http://www.spekulant.ru)), деловой еженедельник “Эксперт” ([www.expert.ru](http://www.expert.ru)) или агентство деловой информации “Экономика и жизнь” ([www.akdi.ru](http://www.akdi.ru)) и др.;

- государственные организации: Центробанк ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)), статистические службы ([www.gks.ru](http://www.gks.ru)), Федеральная служба по финансовым рынкам ([www.fcsm.ru](http://www.fcsm.ru));

- брокерские фирмы, имеющие свои собственные аналитические службы: “Алор” ([www.alor.ru](http://www.alor.ru)), “Атон-Лайн” ([www.aton.ru](http://www.aton.ru)), “Церих” ([www.zerix.ru](http://www.zerix.ru)).

Участники фондового рынка в законодательном порядке обязаны раскрывать информацию о себе и деятельности, непосредственно связанной с ценными бумагами. Так, инвестиционные компании и брокерские фирмы, на основании требований по защите прав и законных интересов инвесторов, обязаны предоставлять информацию о своих операциях с ценными бумагами; депозитарии и регистраторы – о хранящихся и/или учитываемых ценных бумагах, а эмитенты – о существенных событиях, относящихся к выпускам и условиям обращения ценных бумаг. Часть этой информации должна являться общедоступной любому заинтересованному лицу, кое-что – только акционерам, остальное контролирующим органам.

В соответствии с этим требованием ФСФР России реализует Программу раскрытия информации. Уполномоченными агентствами по раскрытию информации являются в настоящее время два агентства – "Интерфакс" и "АК&М. Эти агентства предоставляют информацию:

- о держателях реестра акционеров (регистраторах);
- эмитентах корпоративных ценных бумаг: о выпусках ими ценных бумаг, сопутствующим выпускам документах, квартальных отчетах, прочих существенных событиях, которые могут повлиять на положение акционеров;
- лицензиях профессиональных участников рынка ценных бумаг: брокеров, дилеров, депозитариях, регистраторах, компаниях по управлению активами ПИФ, специализированных депозитариев ПИФ;
- квалификационных аттестатах специалистов фондового рынка;
- паевых инвестиционных фондах;
- штрафах, когда-либо наложенных на тех или иных юридических лиц, должностных лиц или индивидуальных предпринимателей.

Этой же задаче посвящен сервер системы комплексного раскрытия информации СКРИН "Эмитент" ([www.skrin.ru](http://www.skrin.ru)), созданный НАУФОР.

В системе СКРИН "Эмитент" раскрывается информация исключительно об эмитентах. На этом сервере детально представлена информация по каждому эмитенту, данные о результатах финансово-хозяйственной деятельности, история выпусков ценных бумаг, дивидендная история, сведения о реестродержателе, арбитражные сведения, новости эмитента.

Кроме этого в системе представлены ежедневные и еженедельные аналитические материалы от профессиональных участников рынка ценных бумаг и СКРИН, обзоры промышленных предприятий и отраслей от профессиональных участников рынка ценных бумаг и СКРИН, статистика по важнейшим индикаторам финансового рынка — международным фондовым индексам, курсам валют, ценам на нефть и пр.

### **Контрольные вопросы:**

- 1) В чем заключается роль информации как одного из элементов инфраструктуры фондового рынка?
- 2) Необходимо ли законодательство, требующее раскрытия информации или достаточно действия рыночных сил?
- 3) Какая информация должна раскрываться эмитентами ценных бумаг?
- 4) Нормативно-правовая база, регулирующая систему раскрытия информации.
- 5) Какие требования к раскрытию информации предъявляет регулятор российского фондового рынка?
- 6) Какая информация считается инсайдерской?
- 7) Как регулируется деятельность инсайдеров?
- 8) Проведите сравнительный анализ российского и зарубежного законодательств в области регулирования инсайдерской торговли.
- 9) Основные источники информации о фондовом рынке.

### **Рекомендуемая тематика рефератов и дискуссий:**

- 1) Анализ биржевой информации: российская и зарубежная финансовая пресса.
- 2) Проблемы регулирования сделок на основе инсайдерской информации на российском фондовом рынке.

## **7. Технический анализ на рынке ценных бумаг**

### **7.1. Принципы технического анализа**

Процесс принятия инвестиционных решений можно проводить, используя два основных метода – фундаментальный и технический анализ.

Оба метода пытаются решить одну и ту же проблему: определить направление дальнейшего движения цены, но подходят к ней с разных сторон.

Фундаментальный анализ основывается на изучении общей экономической ситуации, состоянии отраслей экономики, положения отдельных компаний, ценные бумаги которых обращаются на рынке. Целью фундаментального анализа является оценка внутренней стоимости ценной бумаги и сравнение ее с текущей, для выявления неверно оцененных ценных бумаг. Анализ позволяет решить вопрос, какие ценные бумаги являются привлекательными, а какие из тех которые уже приобретены, необходимо продать.

Технический анализ связан с изучением тенденций изменения цен и объемов торговли ценными бумагами в прошлом для определения динамики цен в будущем.

Т.е., фундаменталисты изучают причины, движущие рынком, а технические аналитики – следствие. Фундаменталист основывается на обычной логике и постоянно ищет причину того или иного изменения цен, предполагает всестороннее рассмотрение экономико-политических факторов, влияющих на движение цены того или иного товара. Технический аналитик считает, что знать причину вовсе не обязательно, поскольку фундаментальный анализ заложен в технический по определению. Основные задачи, которые решает технический аналитик – это определение фазы текущего состояния рынка, определение долгосрочных, среднесрочных и краткосрочных тенденций, оценка колебания цены в действующем направлении. Все это в итоге позволяет решить главную задачу, стоящую перед инвестором – повысить вероятность прибыльных сделок.

#### **Технический анализ обладает рядом преимуществ:**

1. Хотя фундаментальный анализ и позволяет оценить соотношение спроса и предложения, показатели экономической статистики, определить отношение цены акции к прибыли компании и т.д., в нем отсутствует психологический компонент, столь необходимый для адекватной оценки рыночной ситуации. Технический анализ – единственное средство измерить этот “иррациональный” (эмоциональный) компонент;

2. Технический анализ является важным компонентом дисциплинированного инвестирования. При работе на рынке нередко эмоции начинают преобладать над рациональным и объективным расчетом. Технические инструменты помогают вернуть объективности главенствующую роль. С помощью технического анализа трейдер может рационально управлять капиталом;

3. Теория случайных событий утверждает, что сегодняшние рыночные цены никак не влияют на рыночные цены последующих дней. Но этот подход не учитывает важного компонента рынка - психологию людей. Люди запоминают цены предшествующих дней и действуют соответственно. Тем самым их действия влияют на цену, но справедливо и обратное – сама цена влияет на эти действия. Таким образом, цена является важным компонентом анализа рынка;

4. Цена является самым наглядным проявлением соотношения спроса и предложения. Широкой публике могут быть неизвестны какие-то фундаментальные обстоятельства, но они неизбежно отразятся в цене. Те, кто знает о том или ином важном событии на рынке заранее, скорее всего, купят или продадут до того, как эта информация повлияет на цену. Поэтому, когда происходит фундаментальное событие, информация о нем зачастую уже бывает учтена рынком.

На современном этапе технический анализ имеет большой набор проработанных методов и приемов, к разработке которых причастны многие экономисты и математики, такие как Ч.Доу – основоположник теории, У.Ганн – первый разработчик комбинаций алгебраических и геометрических принципов технического анализа, Б.Вильямс, Дж.Лейн – стохастическая методика, Р.Эллиот – волновая теория и др.

Несмотря на довольно развитую методику теория технического анализа не потеряла своей актуальности, а наоборот постоянно совершенствуется и пополняется новыми идеями, вследствие того, что массовое использование того или иного метода приводит к снижению эффективности его работы, а следовательно к снижению прибыли трейдера.

В основе технического анализа, лежат три основополагающих принципа:

1. **Принцип аккумуляции информации**, или “рынок учитывает все”. Этот принцип заключается в том, что все факторы, которые по каким-либо причинам могли или могут повлиять на стоимость ценной бумаги, воплощены в соотношении спроса и предложения и нашли свое отражение в значении ее рыночного курса. Соответственно технического аналитика не беспокоит вопрос о том, какая именно причина повлияла на баланс спроса и предложения, его интересует только, что произошло с ценой.

2. **Принцип направленности движения цен**, или “движение цен подчинено тенденциям”. Данный принцип является основополагающим в техническом анализе. Он заключается в том, что в течение какого-либо периода времени изменение цен происходит не хаотично, а подчиняясь некоторой закономерности, которая существует некоторое время и проявляется в тенденции конкретной направленности. Эта тенденция будет развиваться до тех пор, пока по каким-либо причинам не начнется движение в противоположном направлении. Большинство методов технического анализа являются по своей природе следующими за тенденцией, т.е. их функция состоит в том, чтобы помочь аналитику распознать тенденцию и следовать ей на протяжении своего периода ее существования.

В техническом анализе выделяются три типа тенденций (трендов):

- восходящая, или растущая, тенденция (“бычий” тренд) – рыночный курс ценных бумаг растет;
- нисходящая, или падающая, тенденция (“медвежий” тренд) – рыночный курс ценных бумаг снижается;
- горизонтальная тенденция (“боковой” тренд, или “рыночный коридор”) – определенно направленного изменения рыночного курса нет.

3. **Принцип повторяемости**, или “история динамики цен повторяется”. Исследования динамики рынка тесно связаны с особенностями человеческой психологии. Люди, особенно в массе, склонны принимать сходные решения в сходных ситуациях и, если модели, основанные на их поведении работали в прошлом, то высока вероятность того, что они будут работать и в будущем. Учет этого принципа позволяет оценить сло-

жившуюся ситуацию на рынке и, с учетом ее исторической повторяемости, определить наиболее вероятные направления ее развития.

В той или иной мере каждый инструмент технического анализа учитывает все названные принципы.

В рамках технического анализа определена следующая классификация:

- графические методы;
- количественные или математические методы.

## **7.2. Графические способы технического анализа**

Принятие всех инвестиционных решений в техническом анализе основывается на анализе графиков динамики цен. К некоторым графикам применимы сходные методы анализа, некоторые имеют свои собственные, подходящие только для этого вида.

Составление графиков может использоваться в следующих целях:

- прогнозирование цены. Прогноз изменения цен составляется аналитиком либо на основе одного технического анализа, либо в сочетании с фундаментальным анализом;

- определение лучшего момента проведения операции на рынке. Технический анализ гораздо больше подходит для определения момента приобретения или продажи ценных бумаг, чем фундаментальный анализ.

Приемы и методы графического анализа разнообразны. Для изображения исторической информации о движении цен, используются следующие основные типы графиков:

- гистограммы;
- линейные графики;
- японские свечи;
- крестики-нолики.

Наиболее информативными с точки зрения охвата цен являются гистограммы или столбиковые диаграммы. Эти графики учитывают как динамику цен (ось ординат), так и время (ось абсцисс). Временной интервал, соответствующий одному столбику, может быть любой - от одной минуты (при внутрисуточной торговле) до месяцев и даже лет (при проведении долгосрочного инвестирования). Наиболее широкое распространение получили дневные графики, где каждый столбик отражает результаты одной дневной сессии. Для построения графика необходим полный набор данных о движении цен за время определенного интервала - цены открытия, закрытия, максимальной и минимальной, которые откладываются в виде столбика. Верхняя граница столбика соответствует максимальному значению цены за время интервала, нижняя - минимальному значению. Цена закрытия изображается в виде короткого горизонтального штриха, откладываемого справа от основного столбика (рис. 15).

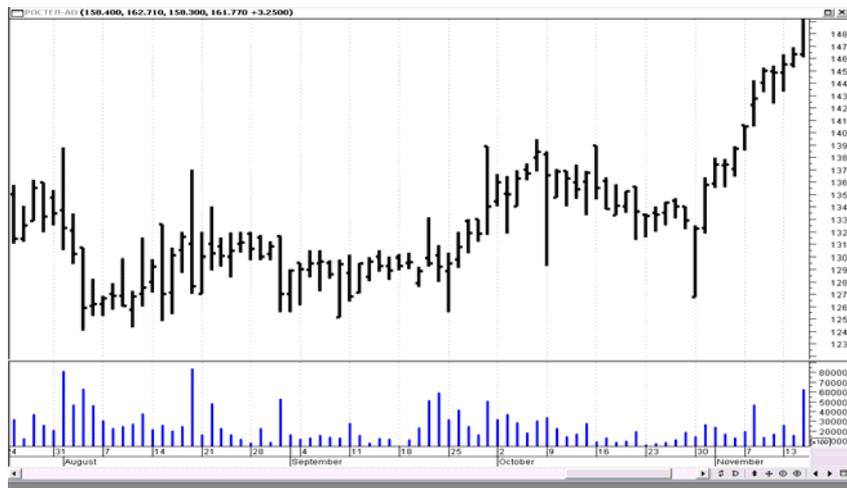


Рис. 15. Пример столбикового графика

В линейных графиках на оси абсцисс откладывается единичный отрезок времени (минуты, часы, дни, и т.д.), а на оси ординат изображается цена. Для построения графика используются любые цены одних и тех же параметров (например, цены открытия, цены закрытия, средняя цена за период и т.д. (рис. 16).



Рис. 16. Пример линейного графика на основе цен закрытия

Представление информации в виде гистограммы или линейного графика позволяет визуально выявить поведение цены в прошлом и определить закономерности ее динамики, в силу чего графики являются основным инструментом определения тенденции.

Наиболее распространенным вариантом графического анализа является представление цен в виде японских свечей. Для построения графика “японских свечей” также необходим полный набор данных о движении цен

за время определенного интервала – цены открытия, закрытия, максимальной и минимальной. В целом можно сказать, что этот график несет ту же информацию, что и столбиковый график, хотя и является несколько более иллюстративным. На рис. 17. показаны две свечи с основными условными обозначениями. Если тело свечи светлое, то оно обозначает, что цены закрытия периода, выше цен открытия. Наоборот, если тело темное, то цена, по которой закрывались торги, была ниже цены открытия.

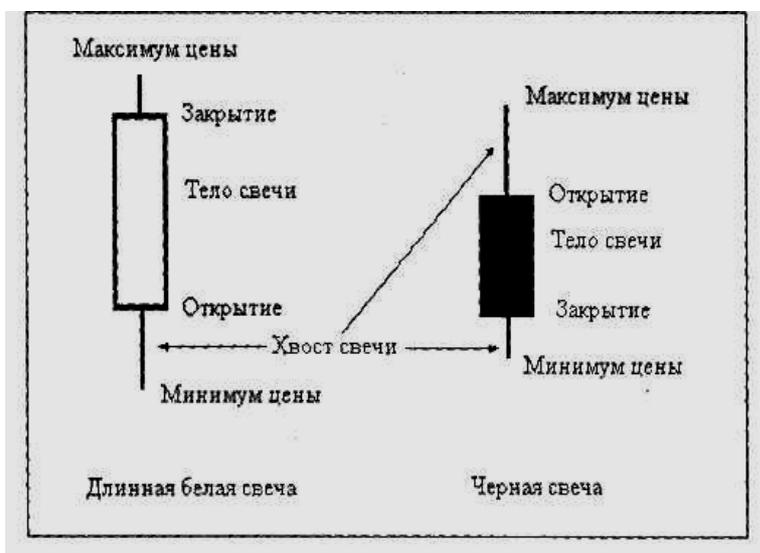


Рис. 17. Фигуры японских свечей

Типичный вид графика на основе “японских свечей” представлен для изменения цен ОАО “Ростелеком” на рис. 18.

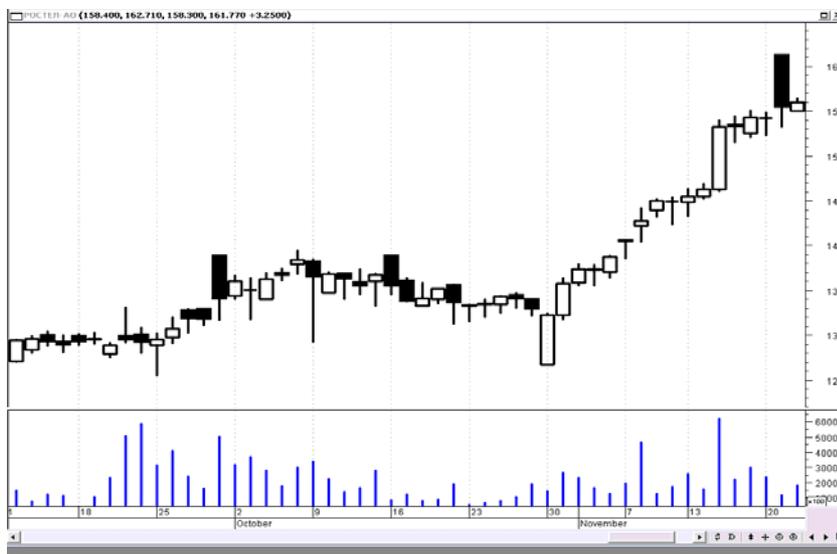


Рис. 18. График на основе японских свечей с однодневным интервалом

Принимая инвестиционные решения на основании графиков “японских свечей”, следует учитывать, что они генерируют сигналы на основании моделей, состоящих из одной или нескольких “свечей”, имеющих специфический вид. Некоторые из них выделены на рис. 19.



Рис. 19. Модели японских свечей

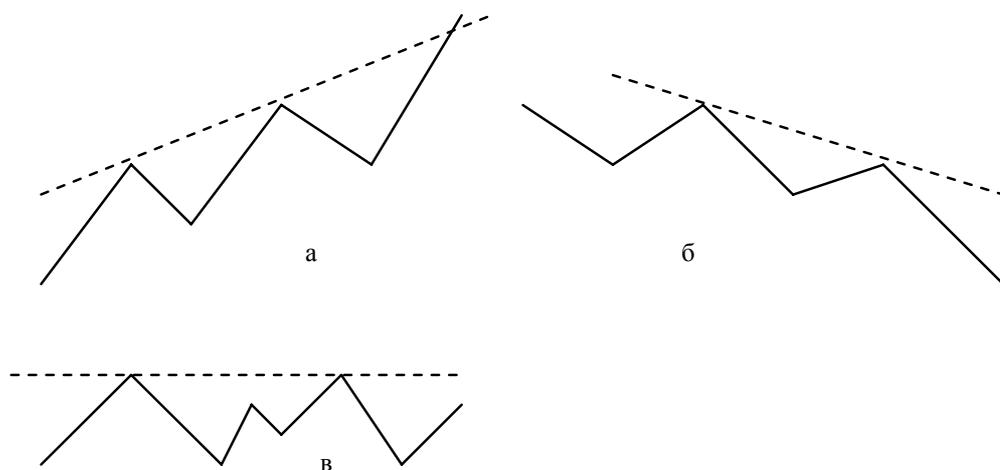
Как уже отмечалось, в техническом анализе рассматриваются три вида тенденций: восходящая, нисходящая и горизонтальная.

Каждая тенденция или тренд – это последовательность графических пиков и спадов, имеющая определенное направление, которое отображается на графике прямой (линией тенденции). Если каждый последующий подъем и спад выше предыдущего, то говорят о растущем тренде (рис. 20а), в противном случае - о падающем (снижающемся) тренде (рис. 20б). При отсутствии выраженного тренда говорят о «рыночном коридоре» (рис. 20в).

Выявление тенденции, т.е. построение ее линии, позволяет оценить ее значимость с точки зрения определения возможности ее движения в том же направлении в течение какого-то времени. Для определения значимости тенденции оценивают протяженность линии, количество точек соприкосновения спадов (пиков) с ней и угол ее наклона. Чем протяженнее линия, т.е. чем больше интервалов времени она существует, тем сильнее ее инерция, тем дольше во времени тенденция сохранит свое направление. Чем больше точек соприкосновения спадов (пиков) с линией тенденции, тем устойчивее тенденция, тем меньше вероятности изменения ее направления.

Выделяют три категории тенденций: долгосрочную, среднесрочную и краткосрочную. Наибольшее значение придают долгосрочной или ос-

новной тенденции, которая длится обычно около года, а иногда и несколько лет. Среднесрочная, или промежуточная тенденция, является корректирующей по отношению к основной тенденции и длится, обычно, от трех недель до трех месяцев. Подобные промежуточные поправки составляют от одной до двух третей (очень часто половину) расстояния, пройденного ценами во время предыдущей (основной) тенденции. Малые или краткосрочные тенденции длятся не более трех недель и представляют собой краткосрочные колебания в рамках промежуточной тенденции.



*Рис. 20. Графики тенденций*

Характер основной тенденции обычно подтверждается объемом торговли. Т.е. объем должен повышаться в направлении основной тенденции. Если основная тенденция идет вверх, объем возрастает в соответствии с ростом цен. И наоборот, объем уменьшается при падении цен. При нисходящем тренде все происходит с точностью до наоборот. В этом случае снижение цен сопровождается увеличением объема, а при промежуточных оживлениях цен объем уменьшается.

Использование линий тренда базируется на основополагающем принципе, который гласит: “Развивающийся тренд стремится продолжать свое движение”. Смысл этого утверждения в том, что угол, под которым расположена линия тренда, будет оставаться неизменным в процессе развития тенденции. Исходя из этого, аналитик может прогнозировать крайние точки новых спадов или подъемов и, что еще более важно, своевременно получать сигналы о возможной смене тенденции, на что указывает прорыв линии тренда (рис. 21).

Пики и спады позволяют определить не только направление тенденции, но и уровни сопротивления и поддержки. Каждый пик и каждый спад на графике цен – это отражение силы покупателей и продавцов ценных бумаг.

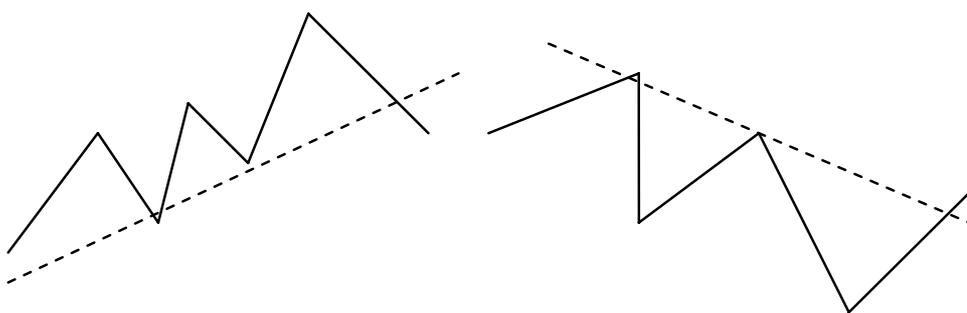


Рис. 21. Прорыв линии тренда

Пики и спады позволяют определить не только направление тенденции, но и уровни сопротивления и поддержки. Каждый пик и каждый спад на графике цен – это отражение силы покупателей и продавцов ценных бумаг.

**Поддержка** – это уровень на графике ниже рынка, где стремление купить достаточно сильно и может противостоять давлению продавцов, в результате чего цены вновь идут вверх. Обычно уровень поддержки определяется по уровню предыдущего спада. (рис. 25).

Уровень сопротивления представляет собой область выше рынка, где давление продавцов превосходит давление со стороны покупателей, в результате чего рост цен приостанавливается и вновь сменяется падением. Уровень сопротивления обычно совпадает с уровнем предыдущего пика (рис. 22).

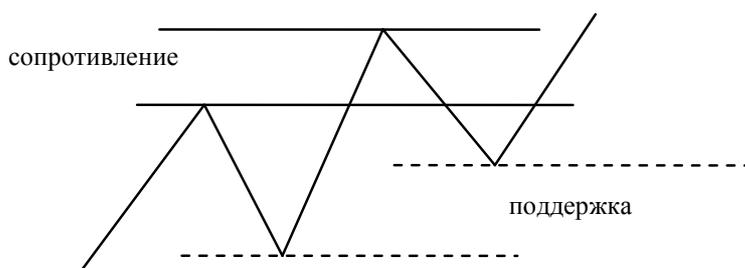
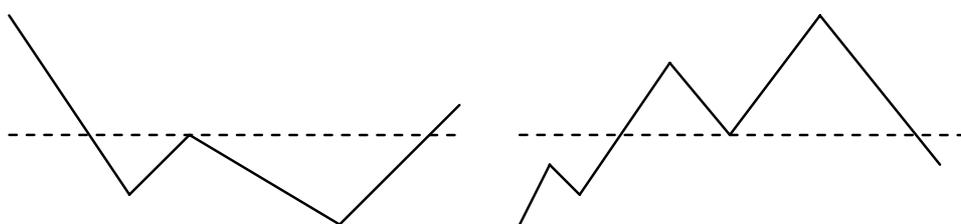


Рис. 22. Уровни поддержки и сопротивления

Линия тенденции, проведенная через уровни поддержки, указывает на восходящую тенденцию и задает динамику ограничения снижения цены для данной тенденции. Линия тенденции, проведенная через уровни сопротивления, указывает на нисходящую тенденцию, а также задает динамику ограничения роста цены для данной тенденции.

Ни одна из тенденций не может длиться бесконечно. Рано или поздно ее направление изменится на противоположное (рис. 23).



*Рис. 23. Прорыв уровней поддержки и сопротивления*

Наблюдаемое на графиках изменение направления не обязательно свидетельствует о том, что произошла смена тенденции. Это может быть краткосрочное изменение, после которого движение цен продолжит свое направление. Поэтому второй задачей применения графического способа анализа ценных бумаг является определение момента перелома тенденции или подтверждение того, что после краткосрочного изменения тенденция продолжит свое движение в выбранном направлении. Для решения этой задачи в графическом способе технического анализа применяются такие инструменты, как графические ценовые модели.

Графической ценовой моделью называется конкретное графическое построение, которое проявляется на графике цен таким образом, что его законченное формирование предопределяет будущее направление тенденции.

Графический способ технического анализа использует два вида ценовых моделей:

- модели перелома – применяются для определения перелома тенденции;
- модели продолжения тенденции – применяются подтверждения продолжения тенденции.

#### **Модели перелома.**

На ценовом графике такие модели формируются как при развороте восходящей тенденции – модели вершины, так и нисходящей тенденции – модели основания. Модели могут быть различного графического вида, но у них есть общие положения, применяемые к ним при их построении и анализе:

1. Любая модель перелома возникает только при наличии тенденции.
2. Любая модель перелома имеет два измерения – ширину и высоту. **Ширина модели** измеряется в интервалах времени и соответствует тому временному периоду, в течение которого модель сформировалась и завершилась. Графически ширина модели представляется в виде отрезка прямой линии, соединяющей точки начала и окончания формирования модели. **Высота модели** измеряется в ценовых единицах измерения графика и соответствует тому приросту (падению) цен, которого они достигли в максимальной (минимальной) точке модели.

3. Чем крупнее модель, т.е. чем она шире и выше, тем большие изменения произойдут на рынке.

4. Завершение построения любой модели сопровождается существенным увеличением объема.

5. Завершением формирования модели является прорыв графиком цены линии основания модели.

Наиболее известной моделью перелома является модель “голова–плечи”. Графически модель представлена на рис. 24.

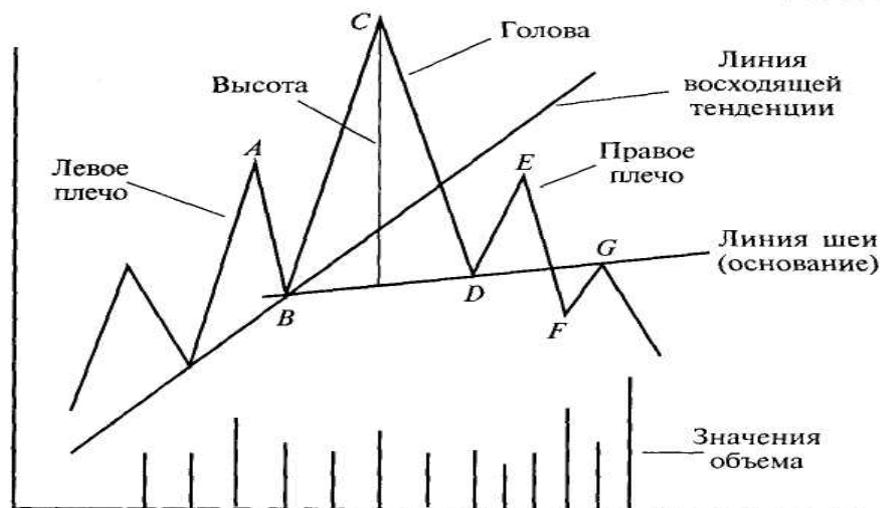


Рис. 24. Пример модели перелома “голова–плечи”

Модель “голова–плечи” считается основной моделью перелома, и другие модели можно считать производными от нее.

Примеры моделей перелома приводятся в приложении 7.

#### **Модели продолжения тенденции.**

Проявление на графиках подобных моделей свидетельствует, о том, что тенденция не изменится и через какое-то время ее движение продолжится в первоначальном направлении.

Существует несколько основных моделей продолжения

- “треугольник”;
- “флаг”;
- “прямоугольник”.

При построении и анализе всех этих моделей также применяются общие положения, к которым относятся:

- обязательное наличие предшествующей тенденции;
- наличие линий сопротивления и поддержки, которые ограничивают конфигурацию модели;
- наличие не менее чем двух пиков и двух спадов, точки которых находятся на соответствующих линиях;

- наличие высоты и ширины модели;
- признаком завершения формирования модели является прорыв графиком цены линии сопротивления или поддержки, сопровождаемый увеличением значения объема.

Основной моделью продолжения тенденции, аналогично которой строятся и другие модели этого класса, является модель “треугольник”. В зависимости от взаиморасположения линии сопротивления и поддержки выделяются три вида данной модели – “восходящий треугольник”, “нисходящий треугольник” и “симметричный треугольник” (рис. 25).

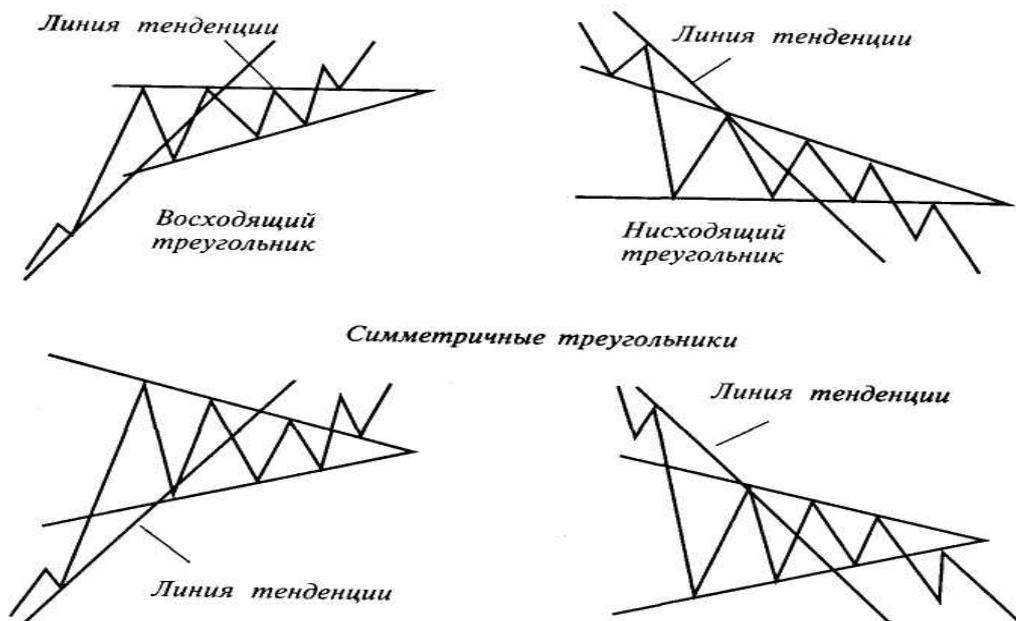


Рис. 25. Примеры построения модели “треугольник”

К классу моделей продолжения, внешне похожих на треугольник, относится модель “клин”. Ее отличие от треугольника заключается в том, что формирование модели происходит в обратном по отношению к тенденции направлении, что подчеркивается положением ограничивающих линий (рис. 26).



Рис. 26. Модель “клин”

Формированию моделей продолжения “флаг” и “прямоугольник” предшествует крутая линия движения цен (рис. 27). Графически они представляют последовательность пиков и спадов, которые заключены между двумя параллельными линиями. Но, если у модели “прямоугольник” ограничивающие линии параллельны горизонтальной линии, то у модели “флаг” они направлены к ней под углом и, так же как модели “клин”, формирование “флага” идет в направлении, обратном направлению тенденции.

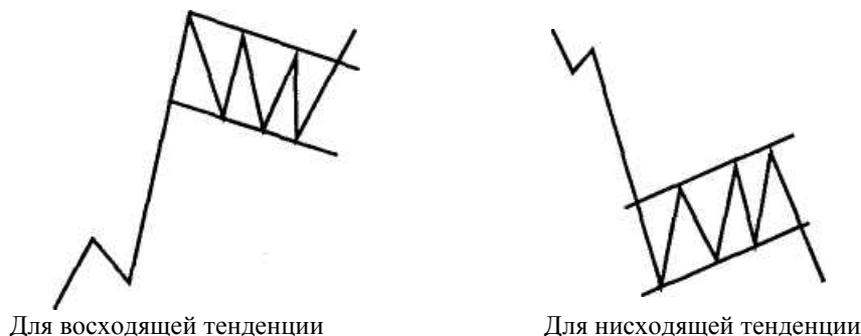


Рис. 27. Модель “флаг”

Более подробно графические модели продолжения тенденции представлены в приложении 8.

Ценовые модели являются достаточно простыми инструментами технического анализа, которые не требуют выполнения каких-либо расчетов. Но у них есть существенный недостаток – построение любой модели является субъективным процессом, который зависит от того, насколько аналитик смог “вычертить” на графике то или иное образование. Если аналитик ошибся при построении и определении образования, то последствия такой ошибки приведут его к большим финансовым потерям.

### 7.3. Количественные методы технического анализа

Избавиться от субъективности инструментов графических способов технического анализа позволяют количественные способы, в основе которых лежит сравнение рассчитанных по определенным математическим формулам количественных значений с текущей ценой. Такое сравнение позволяет определить состояние рынка и на основании этого принимать решения о выполнении операций по покупке или продаже ценных бумаг.

В зависимости от того, какую ситуацию на рынке необходимо оценить, инструменты количественного способа технического анализа делятся на две основные группы – индикаторы и осцилляторы. Значения индикаторов следуют за тенденцией: график изменения индикатора в основном повторяет движение тенденции, а пересечение им графика цены дает сигнал о возможном изменении ее направления. Осцилляторы, в свою очередь, помогают определить моменты перелома тенденций.

## Индикаторы.

Индикаторы вырабатывают торговые сигналы. Эти сигналы могут появляться и исчезать в процессе торгов. До тех пор, пока торговый период, на котором строится индикатор (час, день, неделя и т.п.), не закрыт – сигнал (если он выработан) считается неподтвержденным. Такой сигнал может исчезнуть при незначительном движении цены в другую сторону. После закрытия периода, выработанный и не исчезнувший сигнал называется подтвержденным.

Самым известным индикатором является скользящее среднее значение. Этот индикатор отображает среднее значение цен закрытия в течение определенного количества интервалов времени (дней, часов, недель и т.д.).

Цель применения данного индикатора состоит в том, чтобы определить время начала новой тенденции, а также предупредить о ее завершении или повороте. Скользящие средние предназначены для отслеживания процессов развития тенденций, их можно рассматривать как искривленные линии тренда. Однако скользящее среднее не предназначено для прогнозирования движений на рынке, поскольку оно всегда следует за динамикой рынка, а не опережает ее. Этот показатель всегда следует за движениями цен на рынке и сигнализирует о начале новой тенденции, но только после того как она появилась.

Построение скользящих средних представляет собой специальный метод сглаживания ценовых показателей.

Существует несколько типов скользящих средних:

- простая скользящая средняя (Moving Average – MA) – при построении всем ценам за рассматриваемый период уделяется одинаковое значение;

- взвешенная скользящая средняя (Weighted Moving Average – WMA) – каждой из цен рассматриваемого промежутка присваивается определенный вес;

- экспоненциальная скользящая средняя (Exponential Moving Average – EMA) – большее значение придается последней цене.

Простое скользящее среднее или среднеарифметическое значения вычисляется по формуле:

$$MA = \frac{\sum_{i=1}^n P_i}{n}, \quad (15)$$

где  $P_i$  – цена  $i$ -го дня;

$n$  – порядок скользящей средней.

Обычные периоды для дневных графиков:  $n = 3, 5, 9, 10, 12, 15, 21, 25, 50, 100, 150, 200$ .

Для недельных графиков выбирается порядок, равный 8, 32 или 52.

Полученное значение простой скользящей средней показывает среднее значение данных для того порядка, который был выбран при ее расчете. Так, 5-дневная простая скользящая средняя (порядок равен 5) показывает среднюю цену за последние 5 дней, 10-дневная (порядок равен 10) – за последние 10 дней и т.д. На основании полученных значений строится график простой скользящей средней, который сопоставляется с графиком цены.

Взвешенное скользящее среднее значение рассчитывается по следующей формуле:

$$WMA = \frac{\sum_{i=1}^n P_i \times W_i}{\sum_{i=1}^n W_i}, \quad (16)$$

где  $W_i$  – вес  $i$ -го компонента цены. Веса, присваиваемые ценам в вышеприведенной формуле, могут выбираться произвольно. Выбор весов зависит от характера динамики исследуемой ценной бумаги. Веса могут возрастать линейно или экспоненциально. В случае линейно взвешенной скользящей средней  $W_i = i$ .

Построению и простой и взвешенной скользящих средних присущи два недостатка. Первый из них проявляется в том, что при расчете их значений учитываются только те цены, которые охвачены выбранным порядком. Второй недостаток заключен в самом принципе расчета средних значений – при продвижении расчета на один интервал времени значение скользящей средней реагирует на изменение цены дважды: первый раз значение скользящей средней изменится при включении в нее нового значения цены, второй раз – при выбытии этого значения из порядка скользящей средней.

Снять эти недостатки, т.е. обеспечить возможность учета всех предшествующих текущему дню цен таким образом, что каждое новое значение скользящей средней не будет дважды реагировать на включение в нее новых значений, позволяет расчет экспоненциальной скользящей средней.

Формула вычисления этого вида скользящего среднего выглядит следующим образом:

$$EMA_t = EMA_{t-1} + k \times (P_t - EMA_{t-1}), \quad (17)$$

где  $EMA_t$  – текущее значение экспоненциальной средней;

$EMA_{t-1}$  – предшествующее значение экспоненциальной средней;

$P_t$  – текущее значение цены;

$K$ – коэффициент сглаживания, значения которого определяют по формуле:

$$K = \frac{2}{n + 1}, \quad (18)$$

где  $n$  – порядок средней.

Несмотря на несколько формул расчета скользящего среднего значения, анализ рынка осуществляется по общим для них правилам.

Общие правила анализа скользящих средних сводятся к следующему:

- восходящей тенденции соответствует такое положение, когда график скользящей средней находится ниже графика цены; нисходящей тенденции – график скользящей средней находится выше графика цены;
- пересечение графика цены графиком скользящей средней снизу вверх – свидетельство нисходящей тенденции; пересечение графика цены графиком скользящей средней сверху вниз – свидетельство восходящей тенденции.

На практике обычно используются графики с двумя или тремя скользящими средними с различными периодами осреднения. На рис.28 представлен пример использования пересечений экспоненциальных скользящих средних с периодами  $n = 10, 20, 50$ .



Рис. 28. Пример построения графиков скользящих средних

Индикаторы – основной инструмент подтверждения тенденции, хотя в некоторых ситуациях они сигнализируют и о смене ее направления. При всех их достоинствах – простота построения и высокая достоверность – им присущи и определенные недостатки. Во-первых, индикаторы

– инструменты, которые дают запаздывающие сигналы, т. е. подтверждают уже сложившуюся ситуацию на рынке. Во-вторых, они применяются только для анализа явно выраженных восходящих или нисходящих тенденций, а при спокойном развитии рынка — горизонтальной тенденции — их применение нецелесообразно. На горизонтальных участках графика цена так часто меняет направление за короткие временные интервалы, что определить начало и окончание таких коротких движений невозможно.

### **Осцилляторы.**

В отличие от индикаторов, которые являются инструмента продолжения тенденции, осцилляторы — инструменты определения изменения ее направления. Основное предназначение осцилляторов — отразить такое состояние рынка, при котором дальнейшее повышение или понижение цены вряд ли возможно. Состояние рынка, когда растущая цена достигает предела роста, определяют как состояние перекупленности, а когда падающая цена достигает предела снижения — состояние перепроданности. Именно в определении таких состояний рынка и заключается основное предназначение осцилляторов как инструментов количественного способа технического анализа. Если значение осциллятора находится внутри полосы перекупленное то это — свидетельство предстоящего изменения восходящей тенденции. Если значение осциллятора лежит в полосе перепроданности, то это — свидетельство предстоящего изменения нисходящей тенденции.

Осцилляторы работают на боковых трендах, чего не скажешь об индикаторах. Наилучшие результаты осцилляторные методы дают в сочетании с другими, особенно трендовыми.

Важным элементом анализа рынка с помощью осцилляторов является сравнение направления графика цены с графиком осциллятора, т. е. выявление расхождений в их направленности или дивергенций. Расхождения могут быть положительными и отрицательными. Положительное расхождение возникает тогда, когда график осциллятора не подтверждает падения, зафиксированного на графике, цены. Отрицательные расхождения проявляются в том, что график осциллятора не подтверждает отмеченного подъема цены.

Все осцилляторы классифицируют на две группы:

1. осцилляторы, значения которых изменяются вокруг определенной средней линии. Такие осцилляторы достаточно просты в построении, в основе определения их значений лежит сравнение текущей цены закрытия с ценой закрытия несколько дней назад;
2. осцилляторы, в которых текущая цена сопоставляется с прошлая цена закрытия, а также с максимальной и минимальной ценами, которые были достигнуты в определенном интервале времени.

Простейшим примером осцилляторов, относящихся к первой группе, является осциллятор “Момент” (Momentum).

Момент или количество движения, движущая сила – довольно распространен, так как очень прост в употреблении и обладает свойством “опережающего индикатора”. Момент может быть использован для демонстрации направления тренда, а также давать сигналы о наступлении фазы перекупленности или перепроданности, что позволяет находить применение, как в трендовых стратегиях, так и контртрендовых.

Осциллятор рассчитывается как разность цен закрытия в рассматриваемом периоде и N периодов тому назад:

$$Momentum(N) = P_i - P_{i-N}, \quad (19)$$

где  $P_i$  – цена в рассматриваемом периоде;

$P_{i-N}$  – цена N дней назад.

Получившиеся отрицательные и положительные значения изображаются на графике, где нулевая линия служит опорной.

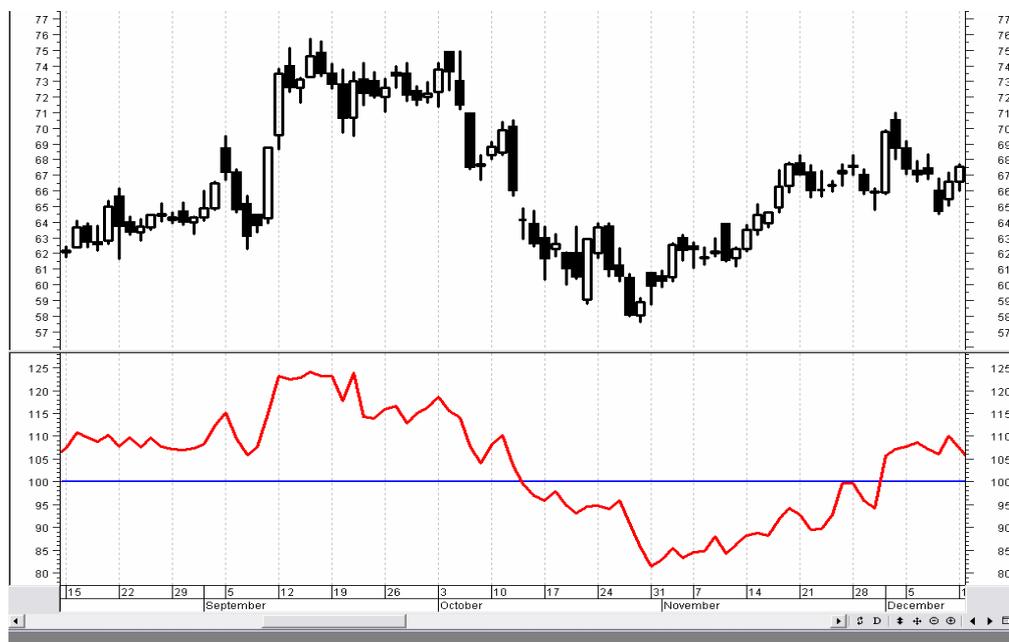


Рис. 29. 35-тидневный Момент на дневных графиках ОАО “Ростелеком”

Положительное значение Момента свидетельствует об относительном росте цен на рынке, хотя цена может еще продолжать расти, снижение в данной ситуации Момента до нуля будет говорить о возможном приближении изменения тренда, а спад ниже базового значения о том, что рынок “потерял Момент” и начинается снижающийся тренд. Если момент используют в качестве индикатора следования за трендом, то его

наиболее важные сигналы генерируются в точках пересечения нулевой линии. Когда происходит пересечение снизу вверх, то момент является бычьим. Пересечение сверху вниз – момент медвежий. Период момента (значение “дней”) используют в диапазоне от 10 до 40 дней.

Анализ значений осцилляторов второй группы проводится в двух направлениях. Во-первых, это фиксация попадания значений осциллятора в полосу перекупленности или перепроданности. Большинство осцилляторов имеет полосу перекупленности в интервале от 70 до 100, а полосу перепроданности интервале от 0 до 30. Это значит, что если значение осциллятора превысило 70, то цены на рынке могут достигнуть своего максимума, после чего последует изменение восходящей тенденции на нисходящую. В случае если значение осциллятора стало меньше 30, то это сигнал о достигнутом пределе падения цен, после чего последует смена нисходящей тенденции на восходящую. Во-вторых большое внимание уделяется также анализу расхождений между движением графика цены и графика осциллятора. Положительное расхождение возникает когда график осциллятора не подтверждает падения, зафиксированного на графике цены. Графически это проявляется в достижении графиком цены нового спада, при этом графике осциллятора точка нового спада находится выше значения предыдущего спада. Отрицательные расхождения проявляются когда график осциллятора не подтверждает отмеченного подъема цены. Графически это проявляется в достижении графиком цены нового пика, а на графике осциллятора точка нового пика находится ниже значения предыдущего пика.

Индекс относительной силы (RSI – relative strength index) является, наверное, самым популярным из осцилляторов данной группы. Индекс дает надежные сигналы перекупленности и перепроданности, а также производит модели долгосрочной дивергенции, которые могут быть использованы для выявления основных пиков и впадин. RSI может применяться как в качестве механизма получения дохода, так и инструмента тонкой настройки рыночных вхождений, получаемых в результате сигналов прочих методов. Значения индекса RSI наносят в пределах вертикальных координат от 0 до 100. Когда показатель выше 70 или ниже 30, индекс регистрирует состояние перекупленности или перепроданности соответственно. Значения 30 и 70 рекомендуется использовать при боковом тренде, а при ярко выраженных бычьем или медвежьим трендах обычно используют значения 20 и 80.

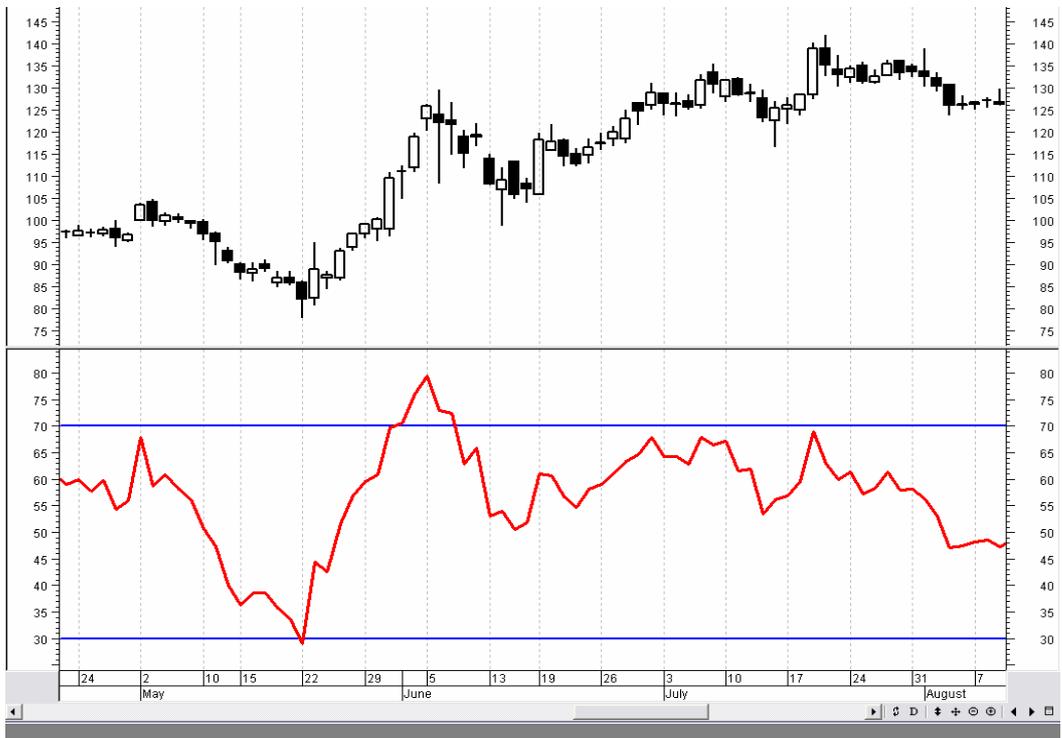


Рис. 30. Индекс относительной силы (RSI)

Стохастический осциллятор (Stochastic oscillator), предназначен для использования на нетрендовых рынках. Он достаточно точно оценивает краткосрочную тенденцию в условиях бокового тренда, существующего в более крупном масштабе. Т.е., если торговля идет в широком коридоре цен стохастический осциллятор сигнализирует о наступлении и развитии фазы движения от одного его края к другому.

В стохастическом анализе используются две кривые: процент К и процент D.

Главная линия процента К вычисляется по следующей формуле:

$$\%K_t = \frac{P_t - L_{\min N}}{H_{\max N} - L_{\min}} \times 100, \quad (20)$$

где  $P_t$  – текущее значение цены закрытия;

$H_{\max N}$  – значение максимальной цены, зафиксированное в течение выбранного интервала времени;

$L_{\min N}$  – значение минимальной цены, зафиксированное в течение выбранного интервала времени;

$N$  – временной интервал, внутри которого выбираются  $H_{\max N}$  и  $L_{\min N}$ .

Вторая линия – процент  $D$  – это скользящая средняя линии процент  $K$ . Расчет процента  $D$  производится по формуле:

$$\%D = \frac{SUMM_3(P_t - L_{\min N})}{SUMM_3(H_{\max N} - L_{\min N})} \times 100 \quad (21)$$

Где значения  $P_t$  и  $SUMM_3(P_t - L_{\min N})$  и  $SUMM_3(H_{\max N} - L_{\min N})$  рассчитываются по последним трем дням (включая текущий).

Линия процента  $K$  формирует так называемый быстрый стохастик порядка 5; линия процента  $D$  – медленный стохастик порядка 3. Кривая процента  $K$  изображается на графиках непрерывной линией, а более «медленная» кривая процента  $D$  – пунктирной.

Для графика осциллятора также определены полосы перекупленности и перепроданности. График строится по шкале от 0 до 100, имеет по две линии перекупленности и перепроданности: для быстрого стохастика полоса перекупленности определена диапазоном от 70 до 100, перепроданности – от 30 до 0, а для медленного стохастика – соответственно от 85 до 100 и от 15 до 0.



Рис. 31. Быстрый и медленный стохастики для дневных баров ОАО «Ростелеком»

В данной главе рассмотрены лишь основные классические модели технического анализа. На самом деле аналитиками на сегодняшний день разработано множество технических методов принятия инвестиционных решений. Использование различных приемов и методов технического анализа в конечном итоге направлено на создание трейдером собственной механической торговой системы, которая бы в полной мере удовлетворяла его инвестиционным предпочтениям. Но следует помнить, что

универсальных технических индикаторов, как и механических торговых систем не существует. Поэтому при разработке стратегии помимо использования технических моделей необходимо учитывать и фундаментальные факторы.

**Контрольные вопросы:**

- 1) В чем заключается сущность технического анализа?
- 2) Сравните методы фундаментального и технического анализа. В чем заключаются их основные преимущества и недостатки?
- 3) Перечислите способы технического анализа и покажите, в чем заключается разница между ними.
- 4) Какие виды цен применяются в техническом анализе? Как они отображаются графически?
- 5) На каких принципах основывается применение способов технического анализа? Перечислите их и дайте им краткую характеристику.
- 6) Какие виды тенденций используют в техническом анализе?
- 7) Какие графики строятся при применении графического способа технического анализа? Что лежит в основе их построения? Как изображаются на графике значения объема?
- 8) Что такое поддержка и сопротивление? Как они отображаются графически?
- 9) Дайте определение графической ценовой модели. Какие виды моделей вы знаете? В чем состоит отличие моделей перелома от моделей продолжения?
- 10) Какие положения применяются при построении моделей перелома и какие – при построении моделей продолжения?
- 11) Перечислите основные модели перелома и модели продолжения.

## Тесты по дисциплине «Рынок ценных бумаг»

1. Модель “восходящий треугольник”:
  - a) как правило, подтверждает восходящую тенденцию;
  - b) как правило, предупреждает о переломе восходящей тенденции;
  - c) как правило, подтверждает нисходящую тенденцию.
  
2. Что означает понятие – “рынок учитывает все”:
  - a) в рыночном курсе ценной бумаги нашли свое отражение все факторы, которые по каким-либо причинам могли или могут повлиять на ее стоимость ценной бумаги;
  - b) информация о сделках равнодоступна всем участникам рынка;
  - c) все участники рынка обязаны раскрывать информацию о своих сделках.
  
3. На протяжении торговой сессии в РТС все котировки являются:
  - a) индикативными;
  - b) твердыми.
  
4. Фондовая биржа может совмещать свою деятельность с деятельностью:
  - a) в качестве дилера;
  - b) по определению взаимных обязательств;
  - c) по ведению реестра владельцев ценных бумаг.
  
5. Имеют ли право служащие фондовой биржи быть учредителями организации профессиональных участников рынка ценных бумаг право:
  - a) да;
  - b) нет.
  
6. На российских биржах существование различных категорий членства с неравными правами:
  - a) запрещено;
  - b) разрешено;
  - c) разрешено, если этого оговорено правилами биржи.
  
7. Котировки на бирже могут выставять:
  - a) информационные члены;
  - b) торговые члены;
  - c) маркет-мейеры.

8. На протяжении торговой сессии в РТС торговые члены должны непрерывно поддерживать:

- a) три двусторонние котировки;
- b) одну одностороннюю котировку;
- c) три односторонние котировки.

9. На протяжении торговой сессии в РТС маркет-мейкеры должны непрерывно поддерживать:

- a) пять двусторонних котировок;
- b) три двусторонние котировки;
- c) две односторонние котировки.

10. Функциями фондовой биржи являются:

- a) проведение арбитражных операций с ценными бумагами;
- b) определение цен на финансовые инструменты;
- c) обеспечение условий для обращения ценных бумаг;
- d) поддержание профессионального уровня финансовых посредников;
- e) купля-продажа ценных бумаг от имени фондовой биржи, в которой контрагентами выступают биржевые брокеры.

11. Как динамика значений объема связана с направлением изменения цены:

- a) при восходящей тенденции значения объема увеличиваются по мере роста значений цены;
- b) при нисходящей тенденции значения объема уменьшаются по мере уменьшения значений цены;
- c) динамика значений объема не зависит от направления тенденции?

12. Рыночные поручения на покупку-продажу ценных бумаг выполняются по ценам:

- a) предельным, указанным в поручении, или лучшим;
- b) лучшим, сложившимся на рынке к моменту поступления товара;
- c) лучшим, когда биржевая котировка достигнет стоп-цены, указанной в поручении.

13. Лимитированное поручение на покупку ценной бумаги на фондовой бирже исполняется по цене:

- a) лучшей, но не выше лимитированной;
- b) лучшей, но не ниже лимитированной;
- c) указанной в поручении.

14. Лимитированное поручение на продажу ценной бумаги на фондовой бирже исполняется по цене:

- a) лучшей, но не выше лимитированной;
- b) лучшей, но не ниже лимитированной;
- c) указанной в поручении.

15. Стоп-приказ на продажу ценной бумаги по цене  $X$  – это:

- a) приказ покупать, как только цена опустится до уровня  $X$ ;
- b) приказ продавать, как только цена поднимется до уровня  $X$ ;
- c) приказ продавать, как только цена опустится до уровня  $X$ ;
- d) приказ покупать, как только цена поднимется до уровня  $X$ ;

16. Стоп-лимитный приказ на покупку ценной бумаги по цене  $X$  – это:

- a) А) Приказ начать продавать, как только цена поднимется до уровня  $X$ , но не выше цены  $Y$ , где  $Y > X$ ;
- b) Б) Приказ начать покупать, как только цена опустится до уровня  $X$ , но не ниже цены  $Y$ , где  $Y < X$ ;
- c) В) Приказ начать покупать, как только цена поднимется до уровня  $X$ , но не выше цены  $Y$ , где  $Y > X$ .

17. Стоп-приказ на покупку ценной бумаги по цене  $X$  – это:

- a) приказ покупать, как только цена поднимется до уровня  $X$ ;
- b) приказ покупать, как только цена опустится до уровня  $X$ ;
- c) приказ продавать, как только цена опустится до уровня  $X$ ;

18. Стоп-лимитный приказ на продажу ценной бумаги по цене  $X$  – это:

- a) приказ начать продавать, как только цена поднимется до уровня  $X$ , но не выше цены  $Y$ , где  $Y > X$ ;
- b) приказ начать продавать, как только цена опустится до уровня  $X$ , но не ниже цены  $Y$ , где  $Y < X$ ;
- c) приказ начать покупать, как только цена поднимется до уровня  $X$ , но не выше цены  $Y$ , где  $Y > X$ .

19. Уровень сопротивления определяет:

- a) что цены не снизятся ниже его значения;
- b) что цены не поднимутся выше его значения.

20. Действия фирм или лиц по созданию нехватки товара на рынке путем скупки биржевых контрактов и реального товара с определенным сроком поставки имеют название

- a) контанго;
- b) корнер

с) демпинг

21. Рыночная ситуация «контанго» характеризуется тем, что:

- а) соотношение цен, при котором цены сделок на срок ниже цен на кассовом рынке;
- б) на бирже преобладают срочные операции;
- с) на бирже преобладают кассовые операции;
- д) соотношение цен, при котором цены сделок на срок превышают цены на кассовом рынке;

22. Укажите правильное определение для рыночной ситуации «бэк-вордейшн»

- а) на бирже преобладают срочные операции;
- б) соотношение цен, при котором цены сделок на срок ниже цен на кассовом рынке;
- с) соотношение цен, при котором цены сделок на срок превышают цены на кассовом рынке;
- д) на бирже преобладают срочные операции

23. Член биржи, биржевой спекулянт, торгующий для себя:

- а) скалпер;
- б) спредер;
- с) маклер;
- д) трейдер;

24. Сделка с товаром, совершаемая на бирже и предусматривающая немедленную оплату и поставку товара, - это

- а) репорт;
- б) сделка с опционом;
- с) кассовая сделка;
- д) срочная сделка;

25. Расчетные палаты на биржах создаются для:

- а) гарантии выполнения обязательств сторон по фьючерсному контракту;
- б) расчетов по сделкам купли-продажи;
- с) координации деятельности брокерских контор;
- д) оформления контрактов между покупателем и продавцом.

26. Продажа ценных бумаг по курсу дня с условием их обратной покупки через определенный срок в будущем это —:

- а) депорт

- b) репорт
- c) демпинг

27. Базисным активом, лежащим в основе финансового фьючерсного контракта, могут быть:

- a) облигации;
- b) своп;
- c) драгоценные металлы;
- d) акции;
- e) фондовый индекс.

28. Первоначальная маржа взимается со сторон фьючерсного контракта для того, чтобы:

- a) обеспечить необходимый размер комиссионных брокера;
- b) кредитовать участников торговли при совершении сделок «без покрытия»;
- c) гарантировать исполнение сделки;
- d) компенсировать издержки биржи на совершение операции.

29. Фьючерсные контракты стандартизированы по следующим параметрам:

- a) количество базисного актива;
- b) срок поставки;
- c) цена базисного актива;
- d) наименование биржи, на которой продается контракт.

30. При покупке опциона на продажу:

- a) держатель опциона играет на повышение, надписатель – на понижение;
- b) держатель опциона играет на понижение, надписатель – на повышение;
- c) держатель и надписатель играют на повышение;
- d) держатель и надписатель играют на понижение.

31. Фьючерсный контракт ликвидируется

- a) в одностороннем порядке покупателем;
- b) в одностороннем порядке продавцом;
- c) путем заключения офсетной сделки (контракта);
- d) расчетной палатой.

32. при совершении сделок конфиденциальной является информация:

- a) о лицах, участвующих в сделке;
- b) опережающая сумму сделки;
- c) полученная из неофициальных источников;
- d) использование которой способно нанести ущерб интересам эмитента или инвестора.

33. К какой группе моделей графического способа технического анализа принадлежит модель «двойная вершина»:

- a) модели перелома тенденции;
- b) модели подтверждения тенденции.

34. К органам, регулирующим фондовый рынок в России не относятся:

- a) министерство Финансов;
- b) центральный Банк;
- c) министерство по налогам и сборам;
- d) федеральная комиссия по ценным бумагам;

35. Саморегулирование на рынке ценных бумаг это – :

- a) передача государством части своих функций по регулированию рынка профессиональным участникам рынка ценных бумаг;
- b) создание системы экспертных советов ФСФР;
- c) система управления портфельными рисками.

36. Государственное регулирование деятельности на рынке ценных бумаг в РФ осуществляется путем:

- a) лицензирования деятельности профессиональных участников фондового рынка;
- b) участия в саморегулируемых организациях;
- c) непосредственного управления деятельностью профессиональных участников фондового рынка.

37. Укажите неверное утверждение в отношении прав саморегулируемых организаций (СРО):

- a) СРО имеет право получать информацию по результатам проводимых ФСФР России проверок деятельности своих членов;
- b) СРО имеет полномочия по применению дисциплинарных мер к руководителям и специалистам организаций - членов СРО, включая лишение указанных лиц квалификационных аттестатов ФСФР России;

с) СРО имеет право разрабатывать правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, обязательные для соблюдения членами СРО;

д) СРО имеет право контролировать соблюдение членами СРО принятых правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности.

38. В техническом анализе используются:

а) финансовый анализ эмитента;

б) осцилляторы;

с) макроэкономический анализ;

д) скользящие средние;

е) трендовые модели.

39. Подтверждением фигуры «голова и плечи» является:

а) уменьшение объема торговли при повышении цены;

б) рост объема торговли при снижении цены;

с) уменьшение объема торговли при снижении цены;

д) рост объема торговли при повышении цены.

40. Если линия скользящей средней находится ниже ценового графика, то тренд является:

а) восходящим;

б) боковым;

с) нисходящим.

## Ответы на тесты

Номер теста	Ответ	Номер теста	Ответ
1	a	21	d
2	a	22	b
3	b	23	d
4	b	24	c
5	b	25	c
6	a	26	b
7	b,c	27	a,c,d
8	c	28	c
9	a	29	a,b,d
10	b,c,d	30	d
11	a	31	c
12	b	32	d
13	a	33	a
14	b	34	c
15	c	35	a
16	c	36	a,d
17	a	37	b
18	b	38	b,d,e
19	b	39	a,d
20	b	40	a

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" от 22.04.1996 г. N 39-ФЗ.
2. Федеральный закон "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" от 5.03.1999 г. N 46-ФЗ.
3. Федеральный закон "О защите конкуренции на рынке финансовых услуг" от 23.06.1999 г. N 117-ФЗ.
4. Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 г. N 208-ФЗ".
5. "Правила осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок)" от 7.03.2006 г. N 06-24/пз-н.
6. "Положение ФСФР о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг" от 15.12.2004 г. N 04-1245/пз-н.
7. "Положение ФСФР о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг" от 16.03.2005 г. N 05-5/пз-н.
8. "Положение о специалистах финансового рынка" от 20.04. 2005 г. N 05-17/пз-н.
9. "Положение о Федеральной службе по финансовым рынкам" от 30 июня 2004 года №317.
10. Постановление Правительства Российской Федерации "Вопросы федеральной службы по финансовым рынкам" № 206 от 9.04.2004 г.
11. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам "Об утверждении Порядка лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг" от 16.03.2005 г. N 05-3/пз-н.
12. Берзон Н.И., Аршавский А.Ю., Буянова Е.А. Фондовый рынок:: Учебное пособие для высш. учеб. зав. экон. профиля. – М.: Вита-Пресс, 2002. – 560 с.
13. Есипов В.Е. Ценообразование на финансовом рынке. – СПб.: Питер, 2000. – 283 с.
14. Ефимчук И., Свириденко К. Российский рынок деривативов: благодатный 2005 г. и ногообещающие перспективы на 2006 г. // Рынок ценных бумаг, 2006 г., № 7
15. Гаврилов А.Е. особенности национальных рисков на рынке ценных бумаг. // Рынок ценных бумаг, 2005, № 1.
16. Закарян И.О. Практический Интернет-трейдинг – М.: Интернет-трейдинг, 2004 – 356 с.
17. Закарян И.О. Особенности национальных спекуляций или как играть на российских биржах. – М.: Интернет-трейдинг, 2005. –366 с.
18. Каратуев А.Г. Ценные бумаги: виды и разновидности: Учеб. пособие. – М.: Русская деловая литература, 1997. – 341 с.
19. Киячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристъ, 2002. – 704 с.
20. Киячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг: Курс в схемах. – Юристъ, 2003. – 391 с.
21. Колтынюк Б.А. Ценные бумаги: Учебник. 2-е изд. – СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 2001. – 423 с.
22. Кузнецова Л. Деривативы в экономическом пространстве России: вопросы терминологии. // Рынок ценных бумаг, 2006 г., № 7.
23. Макарова С.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Конспект лекций. – СПб.: СпецЛит, 2000. –158 с.
24. Морозов И. Новый взгляд на скользящие средние // Валютный спекулянт, 2002, № 36.
25. Найман Э. Мастер-трейдинг: секретные материалы. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 320 с.
26. Рот А., Захаров А., Миркин Я. Основы государственного регулирования финансового рынка. Зарубежный опыт. Учебное пособие для юридических и экономических вузов. – М.: Юридический Дом "Юстицинформ", 2002. – 411 с.
27. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: российская практика. Учебник. – М.: Перспектива: ИНФРА-М, 1997. – 364 с

28. Савенков В.Н. Ценные бумаги в России. Практическое пособие. – М.: Концерн “Банковский Деловой Центр”, 1998. – 402 с.
29. Тарачев В.А., Азимова Л.В. Манипулирование и инсайдерская торговля на финансовых рынках (обзор законодательства и тенденции регулирования)// [www.mirkin.ru](http://www.mirkin.ru)
30. Тертышный С.А. Рынок ценных бумаг и методы его анализа. – СПб.: Питер, 2004. – 220 с.
31. Хаертфельдер М., Лозовская Е., Хануш Е. Фундаментальный и технический анализ рынка ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2005. – 352 с.
32. Рынок ценных бумаг под редакцией Е.Ф. Жукова. – М.: “Юнити”, 2004. – 368 с.
33. Рынок ценных бумаг под редакцией В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 309 с.
34. Теория и практика торговли на фондовом рынке. Учебный курс лекций под общ. Ред. Твардовского В.В. – М.: Интернет-трейдинг, 2004 – 296
35. Фондовый рынок . Курс для начинающих (Серия “Reuters для финансистов”). – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 277 с.
36. Ценные бумаги: Учебник под редакцией В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 423 с.
37. [www.internettrading.ru](http://www.internettrading.ru)
38. [www.naufor.org](http://www.naufor.org)
39. [www.nfa.ru](http://www.nfa.ru)
40. [www.nlu.ru](http://www.nlu.ru)
41. [www.partad.ru](http://www.partad.ru)
42. [www.ifin.ru](http://www.ifin.ru)
43. [www.mfd.ru](http://www.mfd.ru).
44. [www.quotes.ru](http://www.quotes.ru).
45. [www.cnnfn.com](http://www.cnnfn.com).
46. [www.reuters.com](http://www.reuters.com).
47. [www.interfax.ru](http://www.interfax.ru).
48. [www.rbc.ru](http://www.rbc.ru).
49. [www.akm.ru](http://www.akm.ru).
50. [www.rian.ru](http://www.rian.ru).
51. [www.prime-tass.ru](http://www.prime-tass.ru).
52. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com).
53. [www.rcb.ru](http://www.rcb.ru).
54. [www.spekulant.ru](http://www.spekulant.ru).
55. [www.expert.ru](http://www.expert.ru).
56. [www.akdi.ru](http://www.akdi.ru).
57. [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).
58. [www.gks.ru](http://www.gks.ru).
59. [www.ztrade.ru](http://www.ztrade.ru).
60. [www.alor.ru](http://www.alor.ru).
61. [www.aton.ru](http://www.aton.ru).
62. [www.fesm.ru](http://www.fesm.ru).
63. [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru).
64. [www.bbc.finmarket.ru](http://www.bbc.finmarket.ru).
65. [www.fundmanager.by.ru/anonce/1.htm](http://www.fundmanager.by.ru/anonce/1.htm).
66. [www.ittrade.ru](http://www.ittrade.ru).
67. [www.transaq.ru](http://www.transaq.ru).
68. [www.sice.ru](http://www.sice.ru).
69. [www.inist.ru](http://www.inist.ru).
70. [www.its-broker.pfts.ru.ru](http://www.its-broker.pfts.ru.ru).
71. [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com).
72. [www.micex.ru](http://www.micex.ru)

**Приложение 1**  
*Таблица 1.1*

**Мировые фондовые индексы**

Название индекса	Страна	Способ расчета	Количество компаний	Примечание
Dow Jones Industrial Average.	США	Простой среднеарифметический	30	Рассчитывается с 26 мая 1896г. и на сегодняшний день остается самым популярным биржевым индексом в мире;
Nikkei Dow Jones Average	Япония	Простой среднеарифметический	225	определяется на базе акций, торговля которыми ведется на Токийской фондовой бирже.
Standard & Poor's 500	США	Среднеарифметический взвешенный	500	В листинге представлены акции компаний, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE), а также акции некоторых корпораций, которые котируются на Американской фондовой бирже (AMEX) и во внебиржевом обороте. Этот индикатор является одним из самых признанных по оценке экономики США.
Standard & Poor's 100	---	Среднеарифметический взвешенный	100	Индекс 100 крупнейших компаний США, по которым существуют опционы на Чикагской товарной бирже (Chicago Mercantile Exchange). Состоит преимущественно из промышленных корпораций.
NASDAQ	---	Среднеарифметический взвешенный	4013	Учитывает акции внебиржевого рынка
Wilshire 5000	---	Среднеарифметический взвешенный	5000	Самый объемный рыночный индекс, который отслеживает 5000 компаний, торгуемых на NYSE, AMEX и Nasdaq.

Продолжение табл. 1.1

FTSE-100	Великобритания	Среднеарифметический взвешенный	100	Отбор акций производится специалистами, среди которых есть представители газеты Financial Times. Капитализация компаний, входящих в листинг этого индекса, отражает 70% общей капитализации фондового рынка Великобритании. Базовая стоимость равна 1000 на 03.01.1984г.
DAX – 30	Германия	Среднеарифметический взвешенный	30	Основной, важнейший и авторитетнейший индекс Германии. Базовая стоимость берется равной 1000 по состоянию на 1987г.
CAC - 40	Франция	Среднеарифметический взвешенный	40	Классический индекс, включающий в листинг 40 крупнейших французских корпораций. Рассчитывается совместно Парижской биржей и Обществом французских бирж.
Торix	Япония	Среднеарифметический взвешенный	1235	В качестве базы для листинга взяты все акции, торгуемые на первой секции Токийской фондовой биржи.
IPC	Мексика	Среднеарифметический взвешенный	35	Рассчитывается Мексиканской фондовой биржей. Листинг индекса пересматривается каждые два месяца.
Hang Seng	Гонконг	Среднеарифметический взвешенный	33	Ведущий азиатский индекс. Рассчитывается по данным Гонконгской фондовой биржи. Акции, включенные в листинг составляют около 70% от капитализации всех торгуемых на ней выпусков и представляют пять секторов рынка — производство, коммерцию, финансы, коммунальные услуги и землевладение.
Value Line Composite	США	Среднегеометрический взвешенный	1695	В качестве веса используется среднегеометрическое значение курсов акций предыдущего торгового дня.

## Приложение 2

Таблица 2.1

### Список акций для расчета индекса РТС (RTSI)

Код	Наименование	Количество выпущенных акций	Коэффициент, учитывающий free-float (Wi)
<a href="#">AFLT</a>	ОАО Аэрофлот, ао	1 110 616 299	0,20
<a href="#">AVAZ</a>	ОАО Автоваз, ао	27 194 624	0,20
<a href="#">BANE</a>	ОАО Башнефть, ао	170 169 754	0,20
<a href="#">BANEP</a>	ОАО Башнефть, ап	34 622 686	1,00
<a href="#">CHMF</a>	ОАО Северсталь, ао	551 854 800	0,10
<a href="#">EESR</a>	ОАО РАО ЕЭС России, ао	41 041 753 984	0,15
<a href="#">EESRP</a>	ОАО РАО ЕЭС России, ап	2 075 149 384	0,90
<a href="#">ENCO</a>	ОАО Сибирьтелеком, ао	12 011 401 829	0,40
<a href="#">ENCOP</a>	ОАО Сибирьтелеком, ап	3 908 420 014	1,00
<a href="#">ESMO</a>	ОАО ЦентрТелеком, ао	1 578 006 833	0,35
<a href="#">GAZP</a>	ОАО Газпром, ао	23 673 512 900	0,40
<a href="#">GMKN</a>	ОАО ГМК Норильский никель, ао	213 905 884	0,40
<a href="#">IRGZ</a>	ОАО Иркутскэнерго, ао	4 766 807 700	0,10
<a href="#">IRKT</a>	ОАО Корпорация ИРКУТ, ао	878 946 528	0,35
<a href="#">KUBN</a>	ОАО Южтелеком, ао	2 960 512 964	0,40
<a href="#">LEKZ</a>	ОАО Лебедянский, ао	20 411 300	0,20
<a href="#">LKOH</a>	ОАО ЛУКОЙЛ, ао	850 563 255	0,60
<a href="#">MSNG</a>	ОАО Мосэнерго, ао	28 249 359 700	0,10
<a href="#">MTLR</a>	ОАО Мечел, ао	416 270 745	0,15
<a href="#">MTSS</a>	ОАО МТС, ао	1 993 326 138	0,45
<a href="#">NKNC</a>	ОАО Нижнекамскнефтехим, ао	1 611 256 000	0,20
<a href="#">NLMK</a>	ОАО Новолипецкий металлургический комбинат, ао	5 993 227 240	0,05
<a href="#">NNSI</a>	ОАО ВолгаТелеком, ао	245 969 590	0,40
<a href="#">NNSIP</a>	ОАО ВолгаТелеком, ап	81 983 404	1,00
<a href="#">NTMK</a>	ОАО НТМК, ао	1 310 002 966	0,20

Продолжение табл. 2.1

<a href="#">NVTK</a>	ОАО НОВАТЭК, ао	3 036 306	0,25
<a href="#">PFGS</a>	ОАО Роснефть-Пурнефтегаз, ао	83 524 525	0,10
<a href="#">PKBA</a>	ОАО Пивоваренная компания Балтика, ао	117 160 690	0,10
<a href="#">RBCI</a>	ОАО Росбизнесконсалтинг, ао	115 000 000	0,20
<a href="#">RITK</a>	ОАО РИТЭК, ао	99 750 000	0,40
<a href="#">RTKM</a>	ОАО Ростелеком, ао	728 696 320	0,40
<a href="#">RTKMP</a>	ОАО Ростелеком, ап	242 831 469	1,00
<a href="#">SBER</a>	ОАО Сбербанк России, ао	19 000 000	0,40
<a href="#">SBERP</a>	ОАО Сбербанк России, ап	50 000 000	1,00
<a href="#">SCON</a>	ОАО Седьмой Континент, ао	64 519 397	0,15
<a href="#">SIBN</a>	ОАО СИБНЕФТЬ, ао	4 741 299 639	0,10
<a href="#">SNGS</a>	ОАО Сургутнефтегаз, ао	35 725 994 705	0,25
<a href="#">SNGSP</a>	ОАО Сургутнефтегаз, ап	7 701 998 235	0,70
<a href="#">SPTL</a>	ОАО Северо-Западный Телеком, ао	881 045 433	0,40
<a href="#">SPTLP</a>	ОАО Северо-Западный Телеком, ап	250 369 337	1,00
<a href="#">SVAV</a>	ОАО Северсталь-авто, ао	34 270 159	0,35
<a href="#">TATN</a>	ОАО Татнефть им.В.Д.Шашина, ао	2 178 690 700	0,30
<a href="#">TATNP</a>	ОАО Татнефть им.В.Д.Шашина, ап	147 508 500	1,00
<a href="#">TRNFP</a>	ОАО АК Транснефть, ап	1 554 875	1,00
<a href="#">UFNC</a>	ОАО Уфанефтехим, ао	275 330 608	0,40
<a href="#">URKA</a>	ОАО Уралкалий, ао	2 124 390 000	0,20
<a href="#">URSI</a>	ОАО Уралсвязьинформ, ао	32 298 782 020	0,35
<a href="#">URSIP</a>	ОАО Уралсвязьинформ, ап	7 835 941 286	1,00
<a href="#">WBDF</a>	ОАО Вимм-Билль-Данн, ао	44 000 000	0,35
<a href="#">YUKO</a>	ОАО ЮКОС, ао	2 236 964 578	0,20

## Приложение 3

Таблица 3.1

### Списки акций для расчета индексов S&P/RUIX, S&P/RUIX-OIL

N	Акция	Код в РТС	Торговая площадка	Отрасль	Общее кол-во акций	Free Float
Список акций для расчета Индекса S&P/RUIX. Действует с 15.12.2003						
1	РАО "ЕЭС России", об.	<a href="#">EESR</a>	РТС	энергетика	41 041 753 984	0.4515
2	ГМК "Норильский никель", об.	<a href="#">GMKN</a>	РТС	цветн. металлургия	213 905 884	0.5000
3	НК "ЛУКОЙЛ", об.	<a href="#">LKOH</a>	РТС	нефтяная	850 563 255	0.9240
4	АО "Мосэнерго", об.	<a href="#">MSNG</a>	РТС	энергетика	28 267 726 000	0.4913
5	АО "Ростелеком", об.	<a href="#">RTKM</a>	РТС	связь	728 696 320	0.4933
6	АО "Сбербанк РФ", об.	<a href="#">SBER</a>	РТС	банк	19 000 000	0.3623
7	АО "Сибнефть", об.	<a href="#">SIBN</a>	РТС	нефтяная	4 741 299 639	0.0800
8	АО "Сургутнефтегаз", об.	<a href="#">SNGS</a>	РТС	нефтяная	35 725 994 705	0.5340
9	АО "Татнефть", об.	<a href="#">TATN</a>	РТС	нефтяная	2 178 690 700	0.6660
10	НК "ЮКОС", об.	<a href="#">YUKO</a>	РТС	нефтяная	2 236 964 578	0.2444
Список акций для расчета Индекса S&P/RUIX-OIL. Действует с 15.12.2003						
1	НК "ЛУКОЙЛ", об.	<a href="#">LKOH</a>	РТС	нефтяная	850 563 255	0.9240
2	АО "Сибнефть", об.	<a href="#">SIBN</a>	РТС	нефтяная	4 741 299 639	0.0800
3	АО "Сургутнефтегаз", об.	<a href="#">SNGS</a>	РТС	нефтяная	35 725 994 705	0.5340
4	АО "Татнефть", об.	<a href="#">TATN</a>	РТС	нефтяная	2 178 690 700	0.6660
5	НК "ЮКОС", об.	<a href="#">YUKO</a>	РТС	нефтяная	2 236 964 578	0.2444

## Приложение 4

Таблица 4.1

### Список акций для расчета индекса ММВБ

№	Код	Наименование	Количество выпущенных акций	Коэффициент, учитывающий free-float
1	AFLT	а/о ОАО «Аэрофлот»	1 110 616 299	0,11
2	AVAZ	а/о ОАО «АвтоВАЗ»	27 194 624	0,18
3	EESR	а/о РАО «ЕЭС России»	41 041 753 984	0,25
4	EESRP	а/п РАО «ЕЭС России»	2 075 149 384	0,73
5	GAZP	а/о ОАО «Газпром»	23 673 512 900	0,31
6	GMKN	а/о ГМК «Норильский Никель»	213 905 884	0,38
7	LKOH	а/о ОАО «Лукойл»	850 563 255	0,50
8	MSNG	а/о ОАО «Мосэнерго»	28 249 359 700	0,15
9	MTSI	а/о ОАО «Мобильные ТелеСистемы»	1 993 326 138	0,41
10	RBCI	а/о ОАО «РБК Информационные Системы»	115 000 000	0,31
11	RTKM	а/о ОАО «Ростелеком»	728 696 320	0,48
12	SBER	а/о ОАО АК Сберегательный банк РФ	14 002 000	0,34
13	SBERP	а/п ОАО АК Сберегательный банк РФ	50 000 000	0,92
14	SIBN	а/о ОАО «Сибнефть»	4 741 299 639	0,06
15	SNGS	а/о ОАО «Сургутнефтегаз»	35 725 994 705	0,27
16	SNGSP	а/п ОАО «Сургутнефтегаз»	7 701 998 235	0,85
17	TATN	а/о ОАО «Татнефть»	2 178 690 700	0,39
18	TRNF	а/п ОАО «Транснефть»	1 554 875	0,68
19	URSI	а/о ОАО «Уралсвязьинформ»	32 298 782 020	0,46

## Приложение 5

Таблица 5.1

### Требования Nasdaq National Market

Требование	Первоначальный листинг		
	Стандарт 1	Стандарт 2	Стандарт 3
Акционерный капитал	\$15 млн.	\$30 млн.	нет
Рыночная капитализация	нет	нет	\$75 млн.
Совокупные активы			или
Совокупные доходы			\$75 млн.
Прибыль до налогообложения (в последний финансовый год или за 2 года из последних 3 финансовых лет)	\$1 млн.	нет	нет
Акции, находящиеся во владении у сторонних акционеров	1.1 млн.	1.1 млн.	1.1 млн.
Операционная история	нет	2 года	нет
Рыночная стоимость акций, находящихся во владении у сторонних акционеров	\$8 млн.	\$18 млн.	\$20 млн.
Минимальная цена bid	\$5	\$5	\$5
Акционеры (владельцы стандартных лотов, т.е. более 100 акций)	400	400	400
Число маркет-мейкеров	3	3	4

## Приложение 6

Таблица 6.1

### Наиболее популярные торговые Интернет-платформы

Торговая платформа	Разработчик (брокер)	Доступные торговые площадки	Доступные информационные каналы	Установка ПО у клиента	Защита информации	Экспорт данных on-line	Обновление версии программы
Alor-Trade	<a href="http://www.alor.ru">Алор-Инвест</a> www.alor.ru	ММВБ (СФР, ГЦБ) РТС СГК РТС FORTS	“Интерфакс” ”Прайм-ТАСС”	требуется	–	Metastock Omega Tradestation	автоматически
Aton-Line	<a href="http://www.aton.ru">АТОН</a> www.aton.ru	ММВБ (СФР, ГЦБ) МФБ РТС СГК РТС Forts РТС (Газпром)	МФД-Инфоцентр АК&М “Интерфакс” Reuters комментарии аналитиков “Атон”	требуется	–	Metastock, Omega Tradestation	автоматически

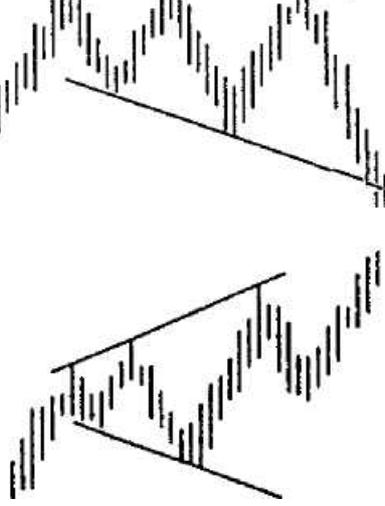
ITtrade	<a href="http://www.ittrade.ru">ITinvest</a> www.ittrade.ru	ММВБ СФР ФБ СПб ФС ("Газпром") РТС FORTS	АК&М "Финмаркет" ITinvest	Предусмотрено два варианта рабочего места: 1) Windows-приложение SmartGrade устанавливается на компьютере пользователя. 2) Web-приложение ITtrade работает на основе браузера.	SSL	Прямой вывод данных в Metastock. Динамический экспорт в Excel (DDE, OLE). Экспорт в текстовый файл, csv-формат	автоматически или по запросу
NetInvestor	<a href="http://www.mfd.ru">МФД-ИнфоЦентр</a> www.mfd.ru	ММВБ ГЦБ ММВБ СФР ММВБ ССР ММВБ СЭЛТ (информационный доступ) МФБ РТС(информационный доступ) СПВБ(информационный доступ) ФБ СПб	РИА-Новости МФД-ИнфоЦентр Регионинформ	требуется (рабочее место - Dixi) не требуется (рабочее место - Java)	СКЗИ МФД-ИнфоЦентра, СКЗИ «Вербан-OW»	MetaStock, SuperChart, MS Excel, DDE	Сервер – дистанционно разработчиком. Клиентское место – бесплатный дистрибутив

Продолжение табл. 6.1

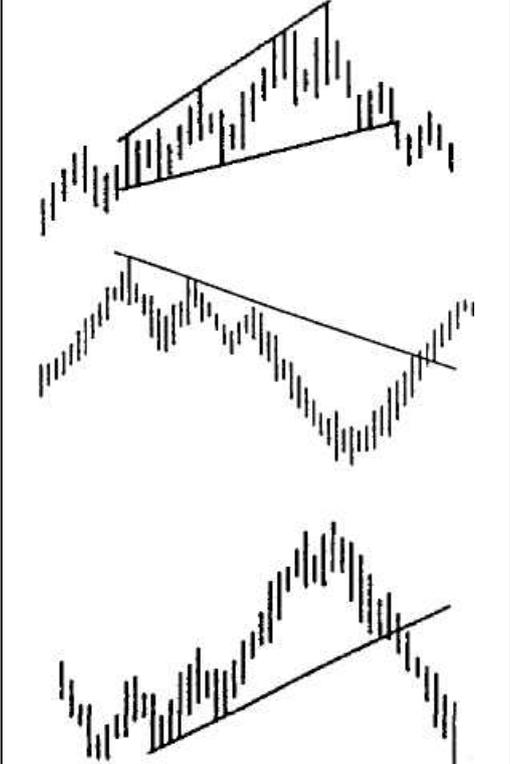
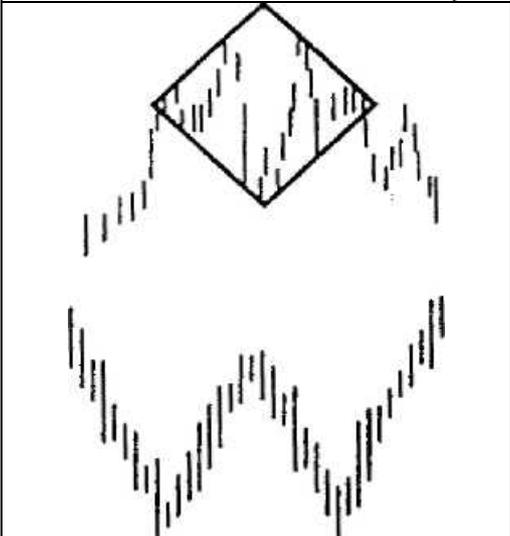
Transaq	<a href="http://www.transaq.ru">Скрин Маркет Системз</a> www.transaq.ru	ММВБ ГЦБ ММВБ СФР ММВБ ССР ММВБ РПС ФБСПб СС РТС FORTS	–	требуется	СКЗИ соотв. ГОСТ, возможно использование. CryptoAPI 2.0	Metastock, Omega Tradestation, DDE, CSV	по запросу
<a href="#">QUIK-Брокер</a>	<a href="http://www.sice.ru">СМВБ-Информационные технологии</a> www.sice.ru	ММВБ ГЦБ ММВБ СФР ММВБ ССР ММВБ РПС РТС СГК ФБСПб ФС ("Газпром") ФБСПб СС РТС РТС FORTS	"Интерфакс" "Прайм-ТАСС" МФД-Инфоцентр	требуется	о/з ключ(RSA), шифр. трафика (IDEA). СКЗИ «ВЕРБА-OW». Журнал транзакций	прямой вывод данных в Metastock и Omega Tradestation 2000, MS Excel (DDE), ODBC, текстовый файл	автоматически
ИНВЕ СТОП	<a href="http://www.inist.ru">ИНИСТ</a> www.inist.ru	ММВБ ГЦБ ММВБ СФР МФБ–тест РТС–разраб.	"Прайм-ТАСС" от 400\$ - на 30-50 клиентов (онлайн)	требуется	СКЗИ ИНИСТа, соотв. ГОСТам, СКЗИ «Вербал-OW»	реализован	по запросу – бесплатно. Автоматич. – в стадии доработки.

ИТС-Брокер	<a href="http://www.its-broker.pfts.ru.ru">НВФБ www.its-broker.pfts.ru.ru</a>	ММВБ ГЦБ ММВБ РПС ММВБ ССР РТС СГК ФБ СПб (“Газпром”)	лента новостей "Финмаркет"	не требуется	Пароль, огранич. IP-адресов, SSL, СКЗИ «Крипто-Про CSP», СКЗИ «Верба», подкл. внешних систем	MetaStock, MS Excel, любые программы тех. анализа	автоматически.
Z-Trade	<a href="http://www.ztrade.ru">ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент www.ztrade.ru</a>	ММВБ СФР ММВБ ГЦБ РТС (Газпром) РТС FORTS	новостная лента агентства "Интерфакс" комментарии аналитиков "ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент"	требуется	СКЗИ "Нотариус".	любые программы тех. анализа	по запросу
Альфа-Директ	<a href="http://www.alfadirect.ru">Альфа-банк (www.alfadirect.ru)</a>	ММВБ СФР ММВБ ГЦБ РТС МФБ	лента агентства "Прайм-ТАСС" "Интерфакс" аналитическая лента новостей и комментариев, подготовленная аналитиками Альфа-Банка.	требуется	СКЗИ “Крипто-Про CSP 2.0.”	MetaStock OmegaTradeStation.	автоматически

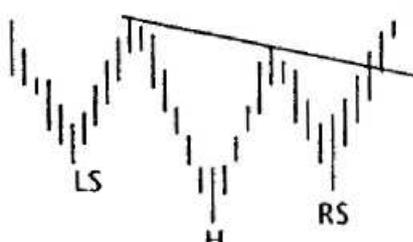
Модели разворота

	<p>Прорыв вверх расширяющегося дна:          Частота ложных прорывов 2%          Средний рост / снижение 25%          Вероятный рост / снижение 10%</p>
	<p>Прорыв вниз расширяющейся прямоугольной поднимающейся вершины:          Частота ложных прорывов 9%          Средний рост / снижение 18%          Вероятный рост / снижение 10%</p>
	<p>Прорыв вниз расширяющейся прямоугольной снижающейся вершины:          Частота ложных прорывов 3%          Средний рост / снижение 19%          Вероятный рост / снижение 10-15%</p> <p>Прорыв вниз расширяющейся вершины:          Частота ложных прорывов 4%          Средний рост / снижение 23%          Вероятный рост / снижение 10-20%</p>

## Продолжение прилож. 7

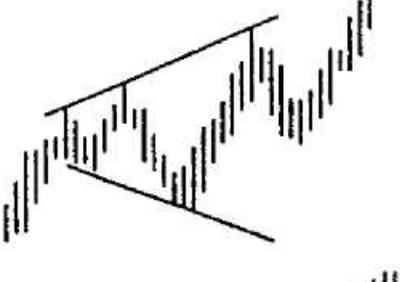
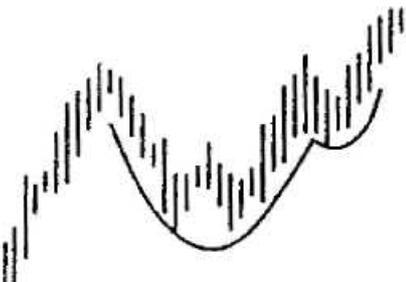
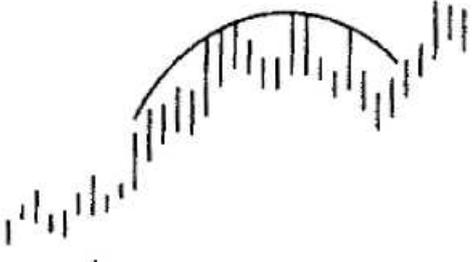
	<p>Расширяющийся поднимающийся клин: Частота ложных прорывов 6% Средний рост / снижение 20% Вероятный рост / снижение 10%</p> <p>Разворот на дне с прорывом: Частота ложных прорывов 9% Средний рост / снижение 37% Вероятный рост / снижение 20%</p> <p>Разворот на вершине с прорывом: Частота ложных прорывов 19% Средний рост / снижение 24% Вероятный рост / снижение 15-20%</p>
	<p>Ромбовидная вершина: Частота ложных прорывов 25% Средний рост / снижение 21% Вероятный рост / снижение 20%</p> <p>Двойное дно Частота ложных прорывов 3% Средний рост / снижение 40% Вероятный рост / снижение 20-30%</p>

## Продолжение прилож. 7

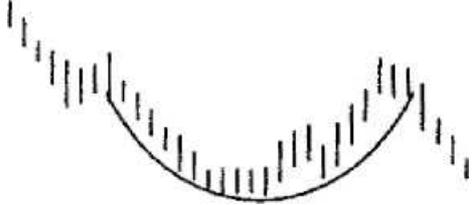
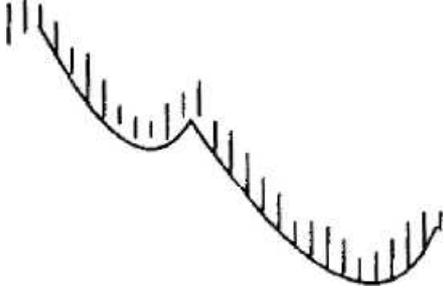
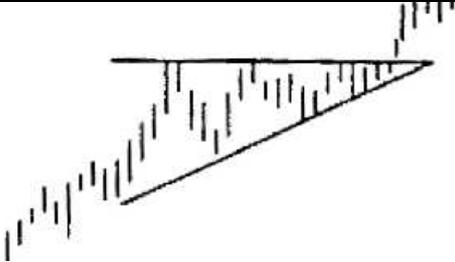
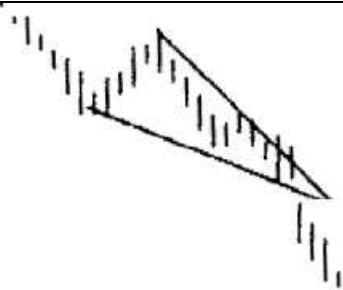
	<p>Голова-и-плечи на дне: Частота ложных прорывов 5% Средний рост / снижение 38% Вероятный рост / снижение 20-30%</p>
	<p>Комплексная Голова-и-плечи на дне Частота ложных прорывов 8% Средний рост / снижение 27% Вероятный рост / снижение 20%</p>

## Приложение 8

### Модели продолжения тенденции

	<p>Прорыв вниз расширяющегося дна:          Частота ложных прорывов 6%          Средний рост / снижение 27%          Вероятный рост / снижение 15-20%</p>
	<p>Прорыв вверх расширяющейся вершины:          Частота ложных прорывов 4%          Средний рост / снижение 34%          Вероятный рост / снижение 10-15%</p>
	<p>Чашка с ручкой:          Частота ложных прорывов 10%          Средний рост / снижение 38%          Вероятный рост / снижение 10-20%</p>
	<p>Закругляющаяся вершина:          Частота ложных прорывов 6%          Средний рост / снижение 41%          Вероятный рост / снижение 20-40%</p>

**Продолжение прилож. 8**

	<p>Закругляющееся дно:          Частота ложных про-          рывов 5%          Средний рост / сниже-          ние 54%          Вероятный рост / сни-          жение 20%</p>
	<p>Снижающиеся ракови-          ны:          Частота ложных про-          рывов 3%          Средний рост / сниже-          ние 24%          Вероятный рост / сни-          жение 20%</p>
	<p>Треугольник подни-          мающийся:          Частота ложных про-          рывов 2%          Средний рост / сниже-          ние 44%          Вероятный рост / сни-          жение 20%</p>
	<p>Снижающийся клин:          Частота ложных про-          рывов 6%          Средний рост / сниже-          ние 19%          Вероятный рост / сни-          жение 15%</p>

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
1. Фондовая биржа.....	4
1.1. История бирж.....	4
1.2. Понятие, функции и организационные основы деятельности фондовой биржи.....	8
1.3. Виды членства и требования, предъявляемые к членам фондовой биржи.....	29
1.4. Виды торговых аукционов, используемых на фондовых биржах.....	30
1.5. Биржевые приказы и их использование в торговых стратегиях.....	33
2. Основы организации внебиржевого оборота по ценным бумагам.....	36
2.1. Внебиржевые рынки: понятие, классификация и организационные основы.....	36
2.2. Зарубежный и отечественный опыт организации внебиржевых компьютерных рынков.....	39
3. Виды сделок и операций с ценными бумагами.....	48
3.1. Сделки и операции с ценными бумагами: классификация, перечень видов и экономическое содержание.....	48
3.2. Фьючерсные и опционные сделки.....	54
3.3. Запрещенные сделки на рынке ценных бумаг.....	69
4. Интернет – трейдинг.....	74
4.1. Сущность Интернет-трейдинга.....	74
4.2. Технология работы с Интернет-брокером.....	77
4.3. Системы Интернет-трейдинга.....	79
5. Регулирование рынка ценных бумаг и правовая инфраструктура. Этика фондового рынка.....	83
5.1. Основы регулятивной инфраструктуры фондового рынка...	83
5.2. Государственное регулирование рынка ценных бумаг.....	86
5.3. Саморегулирующиеся организации.....	94
5.4. Этика фондового рынка.....	100
6. Информационная инфраструктура фондового рынка.....	105
6.1. Основы информационной инфраструктуры рынка ценных бумаг.....	105
6.2. Субъекты системы раскрытия информации.....	109
6.3. Инсайдерская информация на рынке ценных бумаг.....	113
6.4. Поставщики информационных ресурсов на фондовом рынке.....	118

7. Технический анализ на рынке ценных бумаг.....	120
7.1. Принципы технического анализа.....	120
7.2. Графические способы технического анализа.....	123
7.3. Количественные методы технического анализа.....	132
Тесты по дисциплине «Рынок ценных бумаг».....	142
Ответы на тесты.....	149
Список использованной литературы.....	150
Приложение 1.....	152
Приложение 2.....	154
Приложение 3.....	156
Приложение 4.....	157
Приложение 5.....	158
Приложение 6.....	159
Приложение 7.....	163
Приложение 8.....	166