

Опубликовано на нашем сайте: 26 февраля 2003 г.

**ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Гимельфарб В.А. (Латвия)

***Организация деятельности и структура
фондовых бирж за рубежом (на примере
NYSE и NASDAQ)***

Аналитический обзор

Рига, 2002

<i>Введение</i>	4
<i>Основная часть</i>	5
1. Нью-Йоркская Фондовая биржа	5
1.1. Организация и управление НФБ	5
1.2. Членство на НФБ	6
1.3. Котировочные листы НФБ	8
1.4. Заключение сделок на НФБ	11
2. Рынок системы NASDAQ	19
2.1. Общая характеристика внебиржевого рынка акций	19
2.2. Участники рынка NASDAQ	20
2.3. Система торгов NASDAQ	22
<i>Заключение</i>	27
<i>Список литературы</i>	27
<i>Приложения</i>	28

Введение.

Целью настоящей работы является произвести анализ структуры, управления и системы организации торгов на двух крупнейших биржах США, производящих торговлю ценными бумагами корпораций, которые являются также и крупнейшими мировыми биржами: Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) и Системы автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ).

Все возрастающий интерес к деятельности на фондовых рынках, характерный для Российской Федерации и бывших союзных республик СССР, вызвал не только бурный рост фондового рынка самой России, но и привлек внимание к наиболее крупным, ликвидным и устойчивым рынкам мира, признанными лидерами среди которых являются NYSE и NASDAQ.

Более чем двухсотлетняя история Нью-Йоркской фондовой биржи позволяет говорить о ней как о классическом примере фондовой биржи, на основании опыта которой можно делать выводы о наиболее фундаментальных, проверенных временем принципах организации фондового рынка.

Долгое время NYSE оставалась крупнейшей мировой фондовой биржей и лишь недавно уступила лидерство по зарегистрированным эмиссиям и объему торгов Системе NASDAQ, хотя и продолжает оставаться крупнейшей мировой фондовой биржей по объему капитализации. Котировочный лист NYSE включает 2798 различных американских и иностранных компаний с общей капитализацией 16 триллионов долларов. Объем торгов в 2001 году составил 10.5 триллиона долларов (11.1 триллион в 2001 году).

Наряду с классическими вопросами организации, управления, условий членства, включения эмиссий в котировочный лист NYSE и характеристики членов NYSE, в работе уделяется внимание системе отдачи приказов, понимание которой необходимо для ориентации в системе организации торгов, и процедуре исполнения приказов, включая последние инновационные изменения в организации системы торгов, вызванные технологической революцией.

Система автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ) интересна вследствие таких своих признаков, как впечатляющий рост, ликвидность, глубина рынка и самые мощные в мире суперсовременные технологии. Со времени своего открытия этот первый в мире электронный фондовый рынок является и самым высокотехнологичным. В настоящий момент NASDAQ – это наиболее энергично развивающийся фондовый рынок в мире, на котором работает более половины компаний, присутствовавших на первичных американских рынках.

Котировочный лист NASDAQ включает почти 4000 эмиссий акций с общей капитализацией 2.9 триллионов долларов. Объем торгов в 2001 году составил 10.9 триллиона долларов (20.4 триллиона в 2001 году).

При анализе системы рынка NASDAQ, наряду с общими вопросами, особое внимание уделяется развитию торговой системы в последние годы, являющейся исключительным примером использования современных технологий в организации торгов на фондовом рынке.

Основная часть.

1. Нью-Йоркская Фондовая биржа.

1.1. Организация и управление НФБ.

Нью-Йоркская фондовая биржа была образована в результате соглашения брокеров в марте 1792 года и зарегистрирована в качестве национальной фондовой биржи 1 октября 1834 года. Первым органом управления биржей стал Комитет управляющих. В 1938 году был нанят первый президент, получающий зарплату, и организован Совет управляющих, включающий 33 членов. Совет включал членов биржи, партнеров из фирм Нью-Йорка и других городов, а также представителей общественности.

В 1971 году биржа была преобразована в некоммерческую организацию, а в 1972 году Совет управляющих преобразовали в Совет директоров, состоящий из 25 человек.

На текущий момент по форме организации НФБ представляет собой акционерное общество, включающее 1366 членов. Работа биржи и деятельность ее членов регламентируются уставом и внутренними правилами и инструкциями.

В 1985 году были произведены очередные изменения в уставе НФБ. Состав совет директоров был расширен до 27 членов, 24 из которых были избраны членами и 3 входили в него в силу занимаемой должности. В число последних входят председатель совета, исполнительный вице-председатель и президент. 24 директора, избранные членами, делятся на две категории в Совете: директора из фирм, занимающихся операциями с ценными бумагами, и общественные директора.

Среди общественных директоров должно быть не менее одного человека, который связан с эмитентом ценных бумаг, зарегистрированных на НФБ, но не связанным с финансовым учреждением, являющимся инвестором. Другой член должен как раз быть связан с крупным инвестором.

В число директоров из фирм, занимающихся операциями с ценными бумагами, должны входить семь представителей фирм, которые обслуживают широкие круги инвесторов, три специалиста и один брокер из операционного зала. Один директор должен представлять фирму не имеющую филиалов по стране, «специализированную» фирму или специализированную брокерскую фирму, проводящую исследования. Половина директоров из фирм, занимающихся операциями с ценными бумагами, представляет публичные фирмы и должна быть связана с фирмами, находящимися вне Нью-Йорка. Таким образом, подобная структура директоров служит гарантией для обеспечения более широких интересов при формировании политики биржи.

Тогда же, в 1985 году, НФБ разделила свою группу регулирующих служб на три отдела.

- **норм по контролю и соблюдению правил и регулированию**, отвечающий за установление регулирующих стандартов в рамках биржевого сообщества и занимающийся всеми вопросами, касающимися норм для зарегистрированного персонала и их квалификации, торговой

- практики и соответствия правилам маржи;
- **регулирования фирм-членов**, применяющий нормы, установленные отделом норм по контролю за соблюдению правил, при анализе практики продажи и торговли фирм-членов;
 - **службы изучения рынка**, наблюдающий за всей торговлей зарегистрированными на НФБ ценными бумагами, которая происходит в операционном зале и обеспечивающий устойчивые, справедливые и регулярные цены на рынках.

В рамках последнего отдела есть специальное новое отделение слияний и поглощений, задача которого состоит за наблюдением за указанными видами деятельности, затрагивающим котирующиеся акции. Особое внимание уделяется торговой деятельности субъектов, располагающих конфиденциальной информацией.

Другие административные подразделения НФБ играют меньшую роль. Они предоставляют услуги компаниям, которые желают зарегистрировать новые ценные бумаги, проводят деятельность по связям с общественностью, осуществляют образовательные услуги, участвуют в автоматизации операций с ценными бумагами.

1.2. Членство на НФБ.

1.2.1. Условия членства.

Доступ к открытому рынку, на котором определяются справедливые цены на ценные бумаги предоставляется только членам биржи. Хотя число членов НФБ и остается на уровне 1366 с 1953 года, членство не является ограниченным. Существует возможность членства для тех, кто соответствует основным критериям, определяемым Уставом НФБ. К ним относятся:

- достижение возраста «совершеннолетия, необходимого для несения ответственности по контрактам в сфере любого бизнеса, которым он занимается»,
- поручительства двух действительных членов,
- отсутствие препятствий, вызванных нарушением законодательства о ценных бумагах или уголовными преступлениями.

Цена членства на НФБ зависит от рыночных условий и, в первую очередь, от прогноза рыночной активности. На пике активности в конце 60-х годов места продавались по 515 тысяч долларов; в ожидании принятия договорных ставок комиссии в 1975 г. цена места упала до 55 тысяч; в 1990 году цена места составляла 250 тысяч долларов. Рекордная цена была зафиксирована перед крахом рынка в 1987 году и составляла 1150 тысяч. В 2001 году цена членства достигла 1 230 тысяч долларов, а историческим максимумом на сегодня является цена 1999 года – 2 650 тысяч. В 2001 году было продано всего 5 мест, по сравнению с 10 в 2000 году.

С 1978 года члены биржи получили право сдавать в аренду свои места тем, кто соответствует требованиям действительного членства на бирже. На конец 2001 года 921 место из 1366 были сданы в аренду. Цена аренды в 2001 году колебалась от 300 до 360 тысяч долларов.

На конец 2001 года имелось 57 членов биржи, которым предоставлен «частичный» физический или электронный доступ. Члены, имеющие физический

доступ могут осуществлять торговлю в операционном зале аналогично действительным членам, но не могут выполнять функции специалиста. Члены, обладающие электронной категорией, имеют доступ в операционный зал через телефонную линию или систему SuperDOT.

Лица, которые являются полными партнерами, членами товариществ с неограниченной ответственностью или руководящими должностными лицами в корпорациях-членах, должны быть зарегистрированы на НФБ в качестве ассоциированных членов, если они не являются ее членами. Они имеют те же обязанности, что и члены, но не обладают привилегией торговли в операционном зале. Численность ассоциированных членов не ограничена.

Каждая организация-член должна иметь по крайней мере одного полного партнера с неограниченной ответственностью или акционера, имеющего право голоса, который является членом биржи. В публичной корпорации любой акционер имеет право голоса, если акции зарегистрированы на НФБ. Количество их на одну фирму может колебаться от одного (например специалист сам составляющий фирму) до 30 (в крупных брокерских фирмах).

В соответствии с разделом 15с, 3-1 Закона о ценных бумагах и биржах 1934 года, а также дополнительными требованиями НФБ, каждая организация-член должна обладать определенным минимальным чистым капиталом и иметь определенную максимальную величину отношения чистого капитала к совокупной задолженности. Финансовое положение брокера считается достаточным, если его совокупные обязательства превышают ликвидные активы не более чем в 10 раз. Каждая фирма должна регулярно предоставлять бирже отчеты о структуре и размере своего капитала. Если указанное отношение станет выше 10 - фирме не разрешается расширять свою деятельность, если она превысит 12 – должно быть произведено сокращение объема деятельности, а если превысит 15 – фирма должна быть ликвидирована в принудительном порядке.

1.2.2. Виды деятельности членов Нью-Йоркской фондовой биржи.

В зависимости от вида торговой деятельности члены НФБ делятся на четыре категории:

Брокеры-комиссионеры составляют основную часть членов биржи – их число колеблется от 500 до 700 из 1366. Эти члены представляют собой фирмы, которые совершают публичные сделки и выполняют приказы, которые поступают из операционного зала. Их главной функцией является обеспечить клиенту наилучшую возможную цену путем тщательного выполнения полученного приказа.

Биржевые брокеры, которых иногда называют «двухдолларовыми» брокерами. Они являются брокерами брокеров, то есть помогают брокерам-комиссионерам, когда те не в состоянии самостоятельно справиться с потоком заказов, поступающим от клиентов. За эту свою деятельность они получают часть комиссионных, выплачиваемых брокеру-комиссионеру.

Эти две группы иногда объединяют вместе и называют брокерами, работающими в торговом зале.

Сравнительно небольшую по численности группу составляют **биржевые трейдеры** – зарегистрированные торговцы-члены, осуществляющие сделки за свой

собственный счет. Согласно правилам биржи им запрещается выполнять распоряжения клиентов и свою прибыль они получают используя несбалансированность на рынке, которая позволяет им играть на разнице в ценах. Иногда их называют конкурентными торговцами.

Центральными фигурами на Нью-Йоркской фондовой бирже являются **Специалисты**, им принадлежит ведущая роль в биржевой торговле. Специалисты могут выступать в сделках в качестве либо брокеров, либо дилеров, но никогда одновременно по одной и той же сделке. В рамках этого, согласно описания даваемого НФБ, специалисты выполняют четыре основные функции:

- последовательно обеспечивают наилучшие спрос и предложение цены в течение торгового дня. Эти квоты поступают на терминалы Нью-Йоркской фондовой биржи и распространяются электронным путем по всему миру. Специалист обеспечивает исполнение всех рыночных приказов независимо от их размера.
- принимают лимитные приказы от инвесторов либо в электронном виде, либо через брокера и реализуют их в пользу клиента, когда цена достигает требуемого уровня. В данном случае Специалист несет ту же ответственность, что и брокер.
- выступают посредниками между брокером, желающим продать и брокером, желающим купить акции. В случае несоответствия цен спроса и предложения, Специалист извещает инвесторов, которые могут быть заинтересованы и принять участие в сделке.
- покупают и продают акции в направлении, противоположном рыночному тренду с целью воспрепятствовать временным дисбалансам спроса и предложения и смягчить колебания цен, а также, в случае необходимости, обеспечить ликвидность. При осуществлении этой деятельности Специалист всегда исполняет приказы клиентов в первую очередь.

Если определить сделки с участием Специалиста как те, где они выступали либо в роли продавца либо в роли покупателя, то доля сделок с участием Специалистов в 2001 году составит 30.2% от общего числа сделок на бирже.

1.3. Котировочные листы НФБ.

1.3.1. Причины включения акций в котировочный лист.

Корпорации включают свои акции в котировочный лист по различным причинам. К числу важнейших можно отнести следующие:

- включение акций в котировочный лист приводит к повышению их ликвидности. Биржа является устойчивым рынком, что, несомненно, повышает ценность акций в глазах инвесторов;
- включение в котировочный лист значительно снижает финансовые издержки при привлечении дополнительного капитала в будущем;
- многие акционеры при получении ими прав на покупку новых акций эмиссии предпочитают продавать эти права вместо их реализации. Если акции зарегистрированы, то имеется готовый рынок для этих прав, что позволяет провести подписку на льготных условиях;

- компания получает определенную известность и рекламу от самого факта котировки ее ценных бумаг, так как продукция компании ассоциируется с ее акциями;
- включение акций в котировочный лист позволяет привлечь дополнительных акционеров;
- включение в котировочный лист помогает в определении справедливых цен на акции.

С другой стороны, некоторые корпорации не стремятся включать свои акции в котировочные листы. В качестве аргументов в пользу принятия такого решения наиболее часто приводятся следующие:

- требования к финансовым показателям компаний, желающих включить свои акции в котировочный лист, очень высоки;
- руководителям некоторых компаний не нравится требование о необходимости раскрытия информации о финансовом положении компании;
- многие компании считают, что внебиржевой рынок ценных бумаг является вполне подходящим как для самой компании, так и для инвесторов.

И все же нельзя недооценивать повышение ликвидности, сокращение разрыва между ценой покупки и продажи, повышение скорости продаж, которые обеспечивает включение акции в котировочный лист. Публичный рынок требует от Специалиста постоянной поддержки рынка любой акции, если она внесена в котировочный список, что не является обязательным на внебиржевом рынке. Видимо исходя из этого, все большее и большее количество компаний принимает решение о включении своих акций в котировочный лист НФБ.

На конец 2001 года на Нью-Йоркской фондовой бирже были зарегистрированы 2798 различных американских и иностранных компаний. Общее число акций доступных для торговли составило приблизительно 341.5 миллиардов. Капитализация рынка составила 16 триллионов долларов, причем 4.9 триллиона приходилось на долю иностранных компаний.

С учетом того, что на конец 1990 года было зарегистрировано 1774 компании с общим количеством в 90 732 миллиона акций с совокупной рыночной стоимостью около 2 820 миллионов долларов можно судить о темпах роста объема торгов на бирже.

В течение 2001 года было зарегистрировано 144 новых компании, что, также, позволяет судить о сохраняющемся темпе роста. В их число вошли 7 из 25 наиболее крупных корпораций США, что привело к повышению капитализации на 32 миллиарда долларов. В 2001 году акции некоторых ведущих технологических фирм, в число которых входят такие корпорации как BMC Software, Inc и Sybase, Inc начали котироваться на НФБ вместо NASDAQ.

1.3.2. Условия включения в котировочный лист.

Нью-Йоркская фондовая биржа имеет определенные требования, которым должна соответствовать корпорация для того, чтобы включить свои акции в котировочный лист.

Для того, чтобы эмиссия могла быть включена в котировочный лист НФБ

должны быть выполнены как минимум, следующие основные требования:

Требования к распределению акций:

- не менее 2000 держателей круглого числа лотов (обычно 100 акций)

или

- не менее 2200 держателей акций с общим оборотом за последние 6 месяцев не менее 100 000 акций/месяц

или

- не менее 500 держателей акций с общим оборотом за последние 6 месяцев не менее 1 000 000 акций/месяц

Требования к количеству и публичной стоимости акций:

- не менее 1 100 000 акций, предложенных к публичному распространению.

Общая стоимость акций, предложенных к публичному распространению

- не менее \$100 000 000 (для публичных компаний)

- не менее \$60 000 000 (для прочих компаний)

Требования к финансовым показателям:

- общий доход до налогообложения за последние три года не менее \$6 500 000, причем за последний год не менее \$2 500 000, а за два предыдущих не менее \$2 000 000.

или

- общий доход до налогообложения за последний год не менее \$4 500 000 (за последние 3 года – позитивный).

или

- общая сумма денежных потоков за последние три года не менее \$25 000 000 (для компаний с капитализацией не меньше \$500 000 000 и доходом не менее \$100 000 000 за последний год).

или

- доход от продаж за последний год не менее \$100 000 000 и рыночная капитализация не менее \$1 000 000 000.

Существуют и субъективные критерии, хотя их значение и ниже. К ним относятся:

- степень национального участия в акциях,
- положение и стабильность компании в отрасли,
- характер отрасли, к которой относится компания (ее стабильность, перспективы развития).

НФБ продолжает расширять свой котировочный список и за счет иностранных компаний, получивших международное признание, постепенно превращаясь во всемирную биржу. Иностранные компании могут выбирать между требованиями, предусмотренными для американских компаний и альтернативными требованиями для иностранных компаний, которые, в основном, обращают внимание не на внутреннее, а на международное распределение акций. К требованиям, предъявляемым к международным компаниям относятся:

Требования к распределению акций:

- не менее 5000 держателей 100 и более акций (по миру)

Требования к количеству и публичной стоимости акций:

- не менее 2 500 000 акций, предложенных к публичному распространению (по

миру).

Общая стоимость акций, предложенных к публичному распространению

- не менее \$100 000 000 (по миру).

Требования к финансовым показателям:

- общий доход до налогообложения за последние три года не менее \$100 000 000, причем за последний каждый из двух последних лет не менее \$2 500 000.

или

- общая сумма денежных потоков за последние три года не менее \$100 000 000, а за каждый из двух последних лет не менее \$25 000 000 (для компаний с капитализацией не меньше \$500 000 000 и доходом не менее \$100 000 000 за последний год).

или

- доход от продаж за последний год не менее \$100 000 000 и рыночная капитализация не менее \$1 000 000 000.

Биржа имеет право приостанавливать или лишать котировок акции в любой момент, даже при условии соблюдения минимальных требований. Основанием для этого могут быть:

- падение числа акционеров, владеющими полными лотами ниже 1200,
- падение числа акций, находящихся в публичном обращении, ниже 600 000,
- падение рыночной стоимости ниже \$5 000 000,

Кроме того, основанием для прекращения котировки могут служить предоставление ненадлежащего отчета о прибылях и ложной финансовой информации, неправильное ведение дел с доверенностями или создание класса обыкновенных акций, не имеющих права голоса.

1.4. Заключение сделок на НФБ.

1.4.1. Виды приказов на заключение сделок.

Существует достаточно большое число видов приказов, которые могут отдаваться инвесторами при заключении сделок на фондовой бирже. Некоторые из них используются крайне редко, другие являются стандартными. Тем не менее знание о возможности и последствиях отдачи того или иного приказа является достаточно важным, так как позволяет инвестору более эффективно осуществлять деятельность при торговле ценными бумагами, получать более высокие доходы и избегать различных недоразумений.

По размеру приказа все сделки разделяются на сделки с полными и неполными лотами. Под *лотом* понимается некая стандартная единица, представляющая собой минимальное количество акций, являющееся единицей торговли. Говоря о *Полном лоте* имеют ввиду данное минимальное количество акций, либо кратную ему величину. В свою очередь *Неполный лот* – это количество, меньшее данной стандартной единицы.

При торговле ходовыми акциями размер лота составляет 100 акций почти для всех эмиссий. Для неходовых акций стандартная единица составляет 10 акций. Это обычно привилегированные акции, для которых характерен невысокий объем

сделок. Соответственно, исходя из этого, неполный лот на Нью-Йоркской фондовой бирже составляет от 1 до 99 ходовых, либо от 1 до 9 неходовых акций.

По типу сделки различают приказы о покупке и продаже. Приказы о покупке размещаются клиентами ожидающими роста цен на акцию. Они могут приводить к инициированию новой позиции у клиента, либо покрывать «короткую» позицию, т.е. позицию при которой клиент продал акции, заранее намереваясь купить их в дальнейшем, предполагая понижение цены.

Размещая приказ о продаже клиенты предполагают снижение цен на акцию. Результатом продажи может быть ликвидация «длинной» позиции – фиксация прибыли, либо минимизация убытков – или инициирование «короткой» позиции.

По ценовому пределу различают рыночные и лимитные приказы. Рыночный приказ предполагает выполнение по наилучшей цене на момент поступления его в операционный зал. Это наиболее распространенный тип приказа и является основным инструментом крупных торговцев, профессиональных инвесторов и брокеров. Его основными преимуществами являются скорость и гарантированность выполнения, рыночным приказам отдается преимущество в коммуникационной среде большинства брокеров и они обычно исполняются в течение нескольких минут. К их недостаткам можно отнести возможность выполнения по цене значительно отличающейся от имеющейся на момент отдачи приказа, особенно на волатильных рынках с небольшими объемами торгов.

Лимитные приказы характеризуются тем, что отдавая их, клиент заранее принимает решение об устраивающих его ценовых пределах сделки. При получении такого приказа брокер обязан выполнить его по указанной либо более лучшей цене. Преимуществом такого приказа является возможность для клиента совершить сделку по более выгодной цене, недостатком – риск того, что сделка вообще может не состояться, так как указанная цена может быть и недостигнута рынком. Лимитные приказы, как и рыночные являются наиболее распространенными и на них приходится почти половина всех приказов.

По времени различают приказы на срок и открытые приказы. Из приказов на срок наиболее распространенными являются дневные приказы. Они являются, также, приказами по умолчанию, если иное не оговорено клиентом. Данные приказы действуют в течение дня поступления и автоматически ликвидируются после завершения торгов в случае их неисполнения. Обычно все рыночные приказы являются приказами на день, за исключением приказов «на открытии», которые будут рассмотрены ниже. Кроме приказов «на день», также, существуют приказы «на неделю», истекающие в пятницу, и приказы «на месяц», истекающие после последнего торгового дня месяца. Данные виды приказов встречаются редко.

Открытые приказы или приказы «до отмены» действуют до момента исполнения приказа или распоряжения об его отмене. Этот тип приказа используется, когда клиент полагает, что рынок рано или поздно достигнет прогнозируемой им цены, либо при выставлении «стоп-приказа», который клиент предполагает отменить, когда в нем отпадет необходимость.

Существует большое количество **специальных типов** приказов. Подробно мы остановимся только на наиболее важных из них.

Приказы «**стоп**» отдаются клиентом, когда он желает продать или купить

акцию как только цена на нее достигнет определенного предела (большого текущей цены при покупке и меньшего при продаже). При этом «стоп-приказ» превращается в рыночный приказ. Отметим, что основное отличие между «стоп-приказом» и лимитным заключается в том, что они размещаются по разным сторонам рынка. «Стоп-приказам» присущи следующие недостатки:

Во-первых он может быть размещен слишком близко к рыночной цене и быть исполненным в результате рыночной волатильности, а не начала предполагаемого тренда.

Во-вторых «стоп-приказ» может быть исполнен с некоторым отклонением от «стоп-цены» на быстро меняющихся рынках и нет никакой определенности в том, по какой цене он будет реализован.

В-третьих накопленные «стоп-приказы» могут вызвать резкое изменение цен на акцию при достижении триггерной цены, соответствующей устойчивым уровням поддержки и сопротивления рынка, на которых многие инвесторы размещают свои «стоп-приказы».

И все же, невзирая на все вышесказанное «стоп-приказы» широко используются инвесторами, особенно использующими «механические» торговые системы.

Приказы **лимитный «стоп»** используются несколько реже. Они отличаются тем, что у клиента есть возможность ограничить ценовой риск максимальной или минимальной ценой при превышении которой «стоп-приказ» не будет исполнен. Но, с одной стороны, ограничивая ценовой риск, лимитный «стоп-приказ» создает риск того, что приказ вообще не будет исполнен, что может быть сопряжено с еще большим риском. Поэтому использовать данный вид приказов следует с осторожностью.

Кроме этого существуют другие типы специальных приказов: приказы «в момент открытия рынка» или «в момент закрытия рынка», «дискреционные приказы», приказы «исполнить немедленно или отменить», приказы «только в полном объеме» и другие. Однако в массовой практике они встречаются сравнительно редко.

1.4.2. Процедура исполнение приказов на НФБ.

Все приказы на Нью-Йоркской фондовой бирже исполняются на основе свободных публичных торгов, когда продавцы и покупатели предлагают свои котировки. В каждой сделке акции продаются лицу, предлагающему самую высокую цену, и покупаются лицом, предлагающим самую низкую цену. Биржа не устанавливает цены, она устанавливается в результате процесса предложения цен со стороны покупателей и продавцов. Большинство запросов и предложений делается внешними инвесторами и торговцами, хотя значительный объем покупок и продаж осуществляется членами биржи. Таким образом, система торгов на НФБ сочетает публичное определение цены с деятельностью Специалистов и дилеров. При помощи современных технологий публичные приказы обрабатываются и выполняются без участия дилеров, в результате чего формируется объективная цена. Ликвидность на НФБ обеспечивается за счет деятельности индивидуальных и институциональных инвесторов, фирм-членов биржи торгующих за свой

собственный счет и Специалистов, на которых лежит обязанность поддержания честного и упорядоченного рынка.

Передача приказов и система SuperDot.

Приказы поступают на НФБ от фирм-членов биржи через Систему передачи приказов SuperDot и через Систему управления приказами BBSS (Broker Booth Support System). Приказы могут быть направлены на дисплей Специалиста или на BBSS терминал брокера. Большая часть приказов (около 67.4% всего объема) направляется Специалистам. Брокерами, обычно, обслуживаются приказы с большим объемом. Кроме того, приказы требующие специальной обработки передаются по телефону на торговую площадку, где также поступают на обслуживание к брокерам.

На сегодняшний день в распоряжении брокеров находится широкий ассортимент современного коммуникационного и вычислительного оборудования, обеспечивающего скорейшее исполнение приказов. С его помощью брокеры на торговой площадке получают приказы непосредственно с рабочих мест фирм-членов биржи и немедленно передают им отчеты о деталях произведенных сделок.

В течение 2001 года при помощи системы SuperDot было обработано в среднем 2 176 253 приказа в день, а объем торгов, составивший 303.3 миллиарда акций, превысил все предыдущие объемы. В планах НФБ повысить эффективность системы на 50%, что позволит обрабатывать до 3000 сообщений в секунду без образования системной очереди.

Система SuperDot включает следующие компоненты:

Display Book.

Display Book, используемый в торговых залах NYSE представляет собой рабочее место, интегрирующее пульт управления продажами, средства сбора и визуализации информации, циркулирующей на бирже. Приказы, поступающие от фирм-членов биржи появляются на мониторе в виде многооконных приложений, позволяющих Специалисту видеть одновременно несколько задач с различным уровнем детализации. Лимитные приказы автоматически вводятся в систему, которая сортирует их по приоритету цена/время. Лимитный приказ, поступающий от брокера может быть введен в систему вручную. Рыночные приказы SuperDot, также отображаются на мониторе. Приказы могут исполняться за счет других приказов системы Display Book, рыночных приказов, приказов подобранных Специалистом или предложенных брокером с торговой площадки.

Сообщение об исполнении приказа (полностью или частично) передается фирме-члену биржи, отдавшей приказ и называется отчетом. Сделки, в которых участвовали несколько приказов системы SuperDot, генерируют несколько отчетов. Конечной инстанцией, получающей отчет, является инвестор, отдавший приказ.

В 2001 году среднее время исполнения рыночного приказа составляло 18-19 секунд. Размер приказов ограничен 3 миллионами акций.

Если лимитный приказ не был исполнен или отменен до конца торгового дня, он автоматически сохраняется до момента исполнения или отмены. Размер приказов, также, ограничен 3 миллионами акций.

OARS (Opening Automated Report Service)

Система автоматической генерации отчетов на открытии – OARS -

предназначена для приема приказов от фирм-членов биржи до открытия торгов с целью их скорейшего исполнения и немедленной генерации отчетов. OARS автоматически сопоставляет и исполняет приказы на покупку и продажу и передает данные о не скомпенсированном остатке каждому Специалисту, помогая ему определить цену открытия.

Система BBSS.

Система поддержки брокерского рабочего места (Broker Booth Support System) представляет собой всесторонний инструмент, предназначенный для брокеров, торгующих на площадке и торговых мест фирм-членов биржи. На текущий момент насчитывается свыше 150 терминалов системы BBSS, обслуживающих торговые места фирм-членов биржи и свыше 1000 терминалов системы BBSS, расположенных на торговой площадке. Система предназначена для ввода, передачи и обработки приказов, а также генерации отчетов. В число дополнительных возможностей при обработке приказов входят: суммирование и отражение схожих приказов, расчет средних цен по нескольким приказам, быстрый ввод приказов, возможность коррекции отчетов. Система также поддерживает связь по электронной почте, обеспечивающую быструю передачу данных между брокером, рабочим и торговыми местами и прямой канал на On-line систему сравнения (On-line Comparison System – OCS), обеспечивающую доставку отчетов о сделках в реальном времени для их очистки. Система BBSS поддерживает многооконный интерфейс нескольких сервисов, включающих OCS, сервис рыночной информации поставщиков данных и собственные приложения.

NYSE e-Broker™

Система электронного брокера обеспечивает возможность использования брокером системы BBSS непосредственно на торговом месте. Используя портативные компьютеры, мобильные коммуникаторы и другие современные средства связи, система обеспечивает брокера на торговой площадке возможностью получать заказы и другую информацию с торговых мест. Отчеты о сделках и рыночная информация вводится брокером в момент совершения сделок и немедленно передается на торговые места, исключая ошибки.

Используемая совместно с BBSS, система e-Broker позволяет брокерам обеспечивать своих клиентов непосредственной связью с торговой площадкой, предоставляя им возможность отдачи приказов и получения рыночной информации в режиме реального времени.

NYSE Direct+®

NYSE Direct+ обеспечивает быстрое автоматическое исполнение лимитных приказов не превышающих 1 099 акций. Она представляет собой полностью автоматизированную систему передачи приказа к месту исполнения. Система разработана специально для повышения скорости исполнения приказа на сделку по предлагаемой или запрашиваемой цене до 2.5 секунд в среднем.

Institutional Xpresssm

Institutional Xpress является электронным порталом, предназначенным для передачи больших приказов с сохранением анонимности. Он обеспечивает все возрастающую потребность в информации фирм-членов биржи и их институциональных клиентов. *Xpress* обеспечивает электронный ввод лимитных

приказов объемом в 15 000 акций и выше через систему SuperDot. Трейдеры используют эти приказы для закрытия предложений или запросов системы Xpress.

On-line Comparision System (OCS).

Система OCS обеспечивает сравнение результатов сделок в реальном времени для обеспечения деятельности членов биржи, обеспечивающих очистку сделок. На сегодняшний день данные для очистки должны поступить в систему OCS не более чем через один час после совершения сделки. Как только данные в OCS совпали, они в режиме реального времени передаются в систему очистки и подтверждения очищающей корпорации. Около 96% сделок подтверждаются в режиме on-line. Дополнительно система OCS обеспечивает членов биржи и специалистов, проводящих очистку, электронной системой немедленного разрешения on-line сделок под вопросом на следующий день после проведения сделки. В среднем по НФБ процент неподтвержденных сделок составляет менее 0.2%.

Отчеты о совершенных сделках.

На НФБ слежение за надлежащей генерацией отчета о проведенной сделке входит в обязанность члена биржи представляющего продавца. Отчет о совершении сделки формируется при помощи рабочего места Display Book. Оттуда данные передаются в Систему Рыночных Данных Биржи (Exchange's Market Data System MDS). MDS осуществляет определенную процедуру подтверждения данных и передает информацию далее, Системе Консолидированных результатов на ленте (Consolidated Tape System – CTS). Система CTS обрабатывает эти данные и, представив их в виде изменяющихся «тикером» («ленты»), по высокоскоростным коммуникационным линиям передает данные подписчикам (провайдером рыночной информации) с целью дальнейшего распространения по миру.

Межрыночная торговая система (Intermarket Trade System - ITS).

Система ITS представляет собой компьютерную сеть объединяющую девять рынков: Нью-Йоркской, Американской, Бостонской, Чикагской, Цинциннати, Тихоокеанской и Филадельфийской фондовых бирж, Чикагской биржи опционов и NASD. Система дает возможность профессионалам рынка взаимодействовать со своими партнерами на других рынках, позволяя осуществлять сделки по наиболее выгодным ценам в рамках национально рынка.

Пробная версия системы ITS была введена в действие 17 апреля 1978 года и охватывала 11 акций торгуемых на Нью-Йоркской и Филадельфийской фондовых биржах. В течение 1978 года еще четыре биржи присоединились к системе, был расширен и список акций. Фондовая биржа Цинциннати присоединилась в феврале 1981 года, NASD – 17 мая 1982 года, а Чикагская биржа – 20 февраля 1991 года..

К концу 2001 года в рамках системы ITS торговалось 4 575 акций, что составляет большинство акций, торгующихся более чем на одной бирже. Объем торгов в рамках системы ITS в 2001 году достиг 7.4 миллиона сделок общим объемом 8.4 миллиарда акций.

Торговля после закрытия (Off-Hours Trading).

13 июня 1991 года трейдерам Нью-Йоркской фондовой биржи была предоставлена возможность заключать сделки в течение двух часов после закрытия торгов.

Первая сессия длится с 16:15 до 17:00 и предоставляет возможность

совершения сделок по цене закрытия. Допускается ввод односторонних и двусторонних приказов или приказов «до отмены» для исполнения в 17:00.

Вторая сессия длится с 16:00 до 17:15 и предоставляет возможность совершать сделки между портфелями из нескольких акций по совокупной цене. Портфели должны включать по меньшей мере 15 различных акций, котирующихся на НФБ с общей стоимостью не менее 1 миллиона долларов.

1.4.3. Прерывание торгов на НФБ.

После прорывов рынка в октябре 1987 и октябре 1989 годов Нью-Йоркская фондовая биржа разработала несколько правил прерывания торгов с целью снижения волатильности рынка и повышения уверенности инвесторов.

Правило 80А.

30 июля 1990 года Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) одобрила и, впоследствии, рекомендовала к постоянному применению изменения к Правилу 80А Нью-Йоркской Фондовой биржи. Сущность правила состоит в том, что в случае превышения величины изменения DJIA определенного значения (выхода за границы рассчитанного «коридора») при падающем рынке приказы на продажу могут быть исполнены только при «плюс» или «нулевой плюс тике»¹, а при растущем рынке приказы на покупку могут быть исполнены только при «минус» или «нулевой минус тике». Правило применяется до окончания торгового дня, за исключением случаев «возвращения» DJIA в границы «коридора».

16 февраля 1999 года SEC одобрила ныне действующие изменения к правилу 80А, пересмотрев порядок расчета изменений DJIA, которые инициируют применение правила проверки «тика». «Коридор» стал рассчитываться ежеквартально в размере 2% от среднего значения DJIA при закрытии в течение последнего месяца предыдущего квартала. Условием снятия «коридора» является возврат DJIA в границы 1%-го отклонения от величины закрытия предыдущего дня. Значение величины «коридора» округляется с точностью до 10 пунктов.

На четвертый квартал 2001 года, в соответствии с измененными правилами 80А, приказы на операции с акциями, входящими в состав индекса SP500 подлежали проверке на «тик» в случае если DJIA отклонялось более чем на 180 пунктов от значения закрытия предыдущего дня. «Коридор» снимался при возвращении DJIA в границы 90-пунктного отклонения от величины закрытия предыдущего дня.

В течение 2001 года правило 80А применялось 51 раз в течение 47 дней, а исторический пик приходится на 1998 год, когда правило применялось 366 раз в течение 227 дней.

Правило 80В.

Ныне действующие изменения Правила 80В (Приостановка торгов в случае необычайно высокой волатильности рынка), принятые SEC 15 апреля 1998 года

¹ Понятие «тика» используется трейдерами для сравнения цены продажи или покупки с предшествующей. «Плюс тик» происходит тогда, когда данная продажа на бирже осуществлена по более высокой цене по сравнению с ценой предшествующей сделки. «Минус тик» происходит тогда, когда продажа осуществлена по более низкой цене по сравнению с ценой предшествующей сделки. «Нулевой плюс тик» происходит тогда, когда данная продажа осуществлена по цене предшествующей продажи, но последнее изменение цены было в сторону повышения.

предусматривают приостановку торгов, в случае если отклонение ДЛД превышает уровни в 10%, 20% или 30% от определенного значения, рассчитываемого ежеквартально на основании среднего значения от величины значения ДЛД при закрытии торгов в течение последнего месяца предыдущего квартала. Рассчитываемое значение округляется с точностью до 50 пунктов.

В случае 10% отклонения торги приостанавливаются на 60 минут, если уровень был превышен до 14:00, на 30 минут, если это произошло с 14:00 до 14:30 и не приостанавливаются вообще, если это произошло после 14:30. В случае 20% отклонения торги приостанавливаются на 120 минут, если уровень был превышен до 13:00, на 60 минут, если это произошло с 13:00 до 14:00 и не возобновляются до конца дня, если это произошло после 14:00. В случае 30% отклонения торги не возобновляются до конца дня.

В соответствии с предыдущей редакцией правила 80В, действующей с 19 октября 1988 года и предусматривающей остановку на 30 минут при отклонении более чем на 350 пунктов и на 60 минут при отклонении более чем на 550 пунктов, торги были приостановлены лишь однажды – 27 октября 1997 года, когда уровень в 350 пунктов был зафиксирован в 14:35, а в 550 пунктов в 15:30, что привело к закрытию торгов до конца дня.

2. Рынок системы NASDAQ.

2.1. Общая характеристика внебиржевого рынка акций.

В первую очередь внебиржевой рынок является первичным рынком для торговли всеми долговыми обязательствами США. Хотя определенная торговля облигациями корпораций и происходит на биржах, почти все крупные сделки совершаются в торговых залах крупнейших дилеров, которые, в большинстве случаев, являются также крупными инвестиционными банковскими фирмами. Торговля эмиссиями правительства и агентств США, муниципальными облигациями и инструментами денежного рынка также главным образом происходит на внебиржевом рынке, хотя небольшое количество государственных эмиссий и обращается на биржах.

Большое количество различных акций также покупается и продается на внебиржевом рынке. Среди них имеется много неходовых или мелких акций с невысоким инвестиционным качеством или вообще без него.

До февраля 1971 года внебиржевой рынок состоял из торговцев, представляющих различные фирмы, связанные между собой телефонами. Торговцы являлись дилерами, которые «делали» рынки различных акций. Рынок «делался» путем котировки цены, которую они могли бы уплатить вероятному продавцу и цены, которую они могли бы предложить вероятному покупателю. Эти торговцы не производили непосредственных сделок с публикой, а только с торговцами других фирм или с розничными брокерами, совершавшими покупки за счет своих клиентов. Участие институтов на рынке было ограниченным, так как типичные эмиссии акций считались недостаточно ликвидными для крупных приказов, которыми оперировали институциональные инвесторы, и которые могли быть исполнены лишь со значительным отклонением от котировочной цены.

Если количество «делателей» биржевого рынка всегда было ограничено одним Специалистом, то внебиржевой рынок не имеет ограничений, ставящих пределы числу «делателей» рынка по данной акции. Торговец, находящийся в поиске партнера по сделке, всегда может свободно вступать в контакт с большим числом дилеров в соответствии со своими пожеланиями в поиске наилучшей цены. Согласно неписанному правилу, торговцы обычно должны ознакомиться с ценами для выполнения приказа клиента у трех различных «делателей» рынка для нахождения наилучшей цены, если они сами не являются «делателями» рынка по этой ценной бумаге.

Хотя внебиржевой рынок ценных бумаг и действовал достаточно эффективно, ему были присущи существенные недостатки. Процесс ознакомления с ценами занимал много времени, что было неприемлемо для рынков с быстро меняющимися ценами. Другим важным недостатком было отсутствие «прозрачности» рынка – оперативной информации о совершенных сделках, объемах, ценах. Эти недостатки были полностью устранены с введением Системы автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ).

2.2. Участники рынка NASDAQ.

2.2.1. Организация NASD.

Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам является, на настоящий момент, единственным саморегулируемым органом для управления внебиржевым рынком. Закон предоставляет ей право создавать и вводить в действие правила, препятствующие мошенничеству и спекуляции, получению чрезмерных прибылей и защищающие инвесторов и общественные интересы. Ассоциация также имеет право дисциплинировать своих членов с использованием ряда средств, включая порицание, штраф и исключение.

На начало 1994 года членами NASD состояли около 5300 фирм. В их число входили фирмы, занимающиеся торговлей на внебиржевом рынке, инвестиционные банки, брокерские фирмы с пониженными комиссионными, взаимные фонды. Многие страховые компании создали филиалы, входящие в NASD и занимающиеся такими рыночными товарами, как страховые полисы, в которых часть фиксированной прибыли инвестируется в финансовые активы, плавающие ренты и взаимные фонды. Следует отметить, что членство в NASD и членство на биржах не исключает друг друга. Члены NASD должны удовлетворять требованиям, установленным NASD по:

- финансовым позициям,
- операционной деятельности,
- опыту, компетенции и образованности персонала,
- качества учета.

NASD возглавляется советом управляющих, избираемых каждым членом. Большинство из управляющих избираются из членов отделений ассоциации, а некоторые избираются случайно. Являющийся служащим президент ассоциации также входит в совет. Совет собирается шесть раз в год для выработки политики и обсуждения серьезных дел. Текущая деятельность ассоциации направляется региональными конторами, однако, проверка соблюдения правил этического поведения находится в руках каждого регионального Комитета делового поведения, состоящего исключительно из представителей членов региона. Следовательно, слушанием жалоб и принятием по ним решения занимаются такие же члены, как и обвиняемый, а не орган, состоящий из административных функционеров. Структура NASD подробно отражена в Приложении 6.

Основными функциями NASD являются следующие:

- защита интересов членов NASD в отношениях с властями, создание механизма согласования интересов государства, публики, эмитентов и профессиональных участников на рынке ценных бумаг,
- установление правил честной практики и унифицированного кодекса правил по технике совершения операций с ценными бумагами, обеспечение самодисциплины и саморегулирования среди членов ассоциации,
- подготовка, регистрация и квалификация физических лиц в качестве профессионалов, работающих на рынке ценных бумаг,

- получение отчетности компаний, наблюдение за рынком, контроль и надзор за членами NASD и за их персоналом с позиций их финансовой устойчивости, соблюдения правил честной практики, требований к адекватному раскрытию информации и технике ведения операций (проверки на местах),
- контроль специальных областей (реклама деятельности, инвестиционные фонды, управляемые членами NASD, обращение иностранных ценных бумаг), дисциплинарные процедуры (меры, штрафы, приостановление или прекращение членства в NASD, лишение специалистов права совершения операций с ценными бумагами),
- арбитраж спорных ситуаций между членами NASD, а также между компаниями и их клиентами,
- создание организованного внебиржевого рынка ценных бумаг,
- вмешательство в любой форме в любые торговые или операционные процессы внебиржевого рынка в целом или в деятельность любых компаний в случае катастрофического или экстраординарного положения на рынке в целях защиты интересов публики и надлежащего функционирования рынка .

2.2.2. Принципы деятельности NASD.

Наиболее важные правила NASD предназначены поддерживать высокие нормы делового поведения. Основными из них являются правила, которые требуют чтобы:

- плата за услуги была обоснованной и не была несправедливо дискриминационной по отношению к различным клиентам;
- сделки с нетто-инвестициями проводились по справедливым ценам с учетом всех условий (соответствующие расходы, рыночные условия, обоснованная прибыль для дилера);
- котировки дилеров были твердыми, если не оговорено иное;
- не было обмана, спекуляции или мошенничества при заключении сделки;
- ценные бумаги, участвующие в сделке, были справедливо оценены по текущей рыночной цене.

Важное правило ограничивает предоставление уступок или скидок с цены другим членам NASD, то есть не члены должны платить публичную цену и не могут участвовать в инвестиционной банковской деятельности, действовать на внебиржевом рынке или во взаимных фондах по оптовым ценам, по которым члены могут торговать друг с другом. Таким образом возможность получения прибыли в любой из этих сфер для не членов NASD практически исключена.

Наказание за нарушение правил NASD может быть различным – от порицания до исключения из ассоциации. В случае поступления жалобы на члена NASD ему предоставляется возможность дать ответ и, при необходимости, потребовать слушаний с участием адвоката. Судебное разбирательство проводится местным региональным Комитетом делового поведения. В случае признания члена виновным мерой наказания могут быть порицание, штраф, приостановление членства, исключение из ассоциации или сочетание этих мер. У обвиняемого есть право

обжаловать решение ассоциации в совете управляющих, затем в Комиссии по ценным бумагам и биржам и, наконец, в федеральном суде. Исключенные члены могут возвращаться только при получении первоначального разрешения NASD и SEC.

Помимо правил добросовестной торговли NASD имеет детальный кодекс для стандартизации средств урегулирования сделок с ценными бумагами. Охваченные позиции включают поступления и поставки, подтверждения, даты расчетов, расчет накопленных процентов, перевод денег и рекламации.

У NASD есть право проверять бухгалтерские книги и записи членов по своему желанию. Эти ревизии могут вскрыть нарушения даже в случае отсутствия формальной жалобы. Угроза подобных ревизий заставляет даже самых предусмотрительных членов проявлять усердие в своей внутренней деятельности.

Служащие организаций – членов NASD, которые работают непосредственно с клиентурой или действуют в качестве торговца, должны быть квалифицированы в качестве «зарегистрированных представителей». После заполнения анкеты о своем образовании и деловой деятельности в прошлом кандидат должен сдать экзамен. И даже после этого представитель остается под постоянным наблюдением со стороны служащего, в обязанности которого входит немедленное сообщение о любом участии представителя в незаконных или неэтичных действиях. В этом случае предпринимаются соответствующие действия и о результатах сообщается в NASD. Наказания, наложенные на представителя организацией, являются дополнением к тем наказаниям, которые сама NASD может наложить позднее.

Должностные лица, директора, партнеры, управляющие конторами и некоторый прочий контролирующий персонал квалифицируется в качестве *принципалов* NASD. В их обязанности входит наблюдение за деятельностью представителей и других людей, находящихся под их контролем. В случае если представитель нарушит правила NASD или совершит другие неэтичные действия, то принципал, контролирующий этого представителя, может понести наказание за недостаточный контроль. Существует ряд различных видов регистраций принципалов в зависимости от сферы выполняемых ими функций. Имеются дополнительные экзаменационные требования, которые должны быть выполнены до того, как NASD регистрирует принципала.

2.3. Система торгов NASDAQ.

2.3.1. Общая характеристика рынка системы NASDAQ.

На сегодняшний день NASDAQ является крупнейшим фондовым рынком в Соединенных Штатах, котировочный лист которого включает почти 4000 эмиссий акций компаний, многие из которых являются лидерами в областях компьютерных технологий, розничной торговли, связи, финансовых сервисов, биотехнологий, с общей капитализацией свыше 2.9 триллиона долларов в 2001 году.

Сетевая платформа NASDAQ на конец 2001 года объединяла свыше 11000 трейдеров в 790 компаниях, доступ к информационным экранам системы имело свыше 2 миллионов пользователей в 83 странах. Система способна обрабатывать свыше 5000 приказов в секунду, позволяя пользователям сократить время между вводом приказа и получением подтверждения об исполнении до 1/5 секунды. На

конец 2001 года в системе NASDAQ насчитывалось около 600 фирм, зарегистрированных как «делатели» рынка, обеспечивающие среднюю глубину рынка до 14 «делателей» на акцию.

Система NASDAQ реально разделяется на две составные части – саму систему NASDAQ и Национальную рыночную систему (National Market System – NMS). NMS является верхним ярусом системы NASDAQ и включает наиболее известные и ходовые эмиссии. На конец 1990 года критерии NMS были следующие:

Информационная отчетность NMS аналогична отчетности по эмиссиям акций, которые котируются на биржах. Многие ценные бумаги, котируемые в NMS, могли бы быть включены в котировочные листы НФБ, однако акционеры и руководящие должностные лица предпочитают оставаться в котировочном списке NMS, так как плата за включение в него ниже. Кроме того многие руководители корпораций считают, что метод конкурирующих «делателей» рынка системы NASDAQ обеспечивает более справедливое ценообразование.

2.3.2. Уровни системы NASDAQ.

Система NASDAQ обеспечивает три уровня услуг. Первый уровень предоставляет возможность брокерам и их клиентам смотреть на терминал, расположенный в самой брокерской конторе или неподалеку от нее, показывая информацию «внутреннего рынка», а именно самую высокую текущую цену предложения о покупке и самую низкую текущую цену предложения о продаже. Тем не менее, цена предложения о покупке и цена предложения о продаже могут предоставляться различными дилерами, поэтому клиент не всегда может быть уверен, что его приказ будет исполнен по показанной цене.

Второй и третий уровень являются аналогичными, но имеют существенное отличие. Каждый из них предоставляет информацию о котировках всех зарегистрированных «делателей» рынка этой системы. Третий уровень, кроме того, показывает изменения котировок, которые происходят по мере изменения рыночной цены. Фирмы не заинтересованные в «делании» рынка, а только исполняющие приказы клиентов обычно довольствуются услугами второго уровня, позволяющего им получать информацию о наилучших рыночных ценах. Институциональные инвесторы могут использовать услуги второго уровня для точной оценки стоимости своих портфелей и для наблюдения за активностью дилеров. Все же «делатели» рынка обязаны быть абонентами услуг третьего уровня, поскольку только этот уровень позволяет дилеру внести или изменить котировки, показываемые по системе.

2.3.3. Развитие торговой системы NASDAQ.

Система SOES.

Система исполнения небольших приказов (Small Order Execution System – SOES), введенная в действие в 1984 году, позволяла автоматически исполнять относительно небольшие приказы. Все зарегистрированные «делатели» рынка системы NASDAQ обязаны были принимать участие в системе исполнения небольших приказов. Хотя некоторые черты системы SOES напоминали систему SuperDot, функционирование этой системы осуществляется совершенно иным способом.

Через систему SOES могли покупаться или продаваться любые эмиссии акций, котирующихся в системе NASDAQ – все эмиссии имели назначенный предел численности в системе SOES. Критерии этих пределов периодически пересматривались и, как следствие, акции перемещались из одной категории в другую. Для наиболее ходовых акций предел составлял 1000 акций, для более мелких – 500 или 200 акций. Рыночные приказы клиентов исполнялись по наилучшим котировкам «внутреннего» рынка. Система автоматически направляла приказы зарегистрированным «делателям» рынка одному за другим. Исполнение приказов было полностью компьютеризировано и не требовало подтверждающего телефонного звонка. Отчеты о получении приказа немедленно поступали членам Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам. Если зарегистрированный «делатель» рынка котировал акцию по ценам выходящим за рамки «внутренней» цены, то по получении приказа на пакет акций, находящийся в пределах установленных для SOES, он все равно был обязан исполнить его по «внутренней» цене.

В 1990 году в SOES была добавлена функция произведения взаимного зачета лимитных приказов. По лимитным приказам производился взаимный зачет, и они исполнялись по ценам в рамках наилучшей возможной котировки.

Система SOES была предназначена для использования исключительно розничными клиентами. Институциональные инвесторы периодически злоупотребляли этой системой путем деления крупных приказов на более мелкие, но применение дисциплинарных мер позволило снизить остроту этой проблемы.

Система OCT.

В 1988 году NASDAQ ввел в эксплуатацию систему подтверждения сделок (Order Confirmation Transaction service – OCT). Внедрение этой системы позволило избавиться от проблем передачи приказов по телефону и постановки приказов в минуты быстрого движения рынка. Приказы, передаваемые электронно через OCT, при наличии встречной заявки стали исполняться автоматически. В 1990 году OCT была переименована в SelectNet R. В этот период расширились возможности проведения переговоров между продавцом и покупателем, а также появилась возможность направлять приказ всем «делателям» рынка одновременно.

Следующим событием, позволившим рынку NASDAQ выйти на новые уровни, стало принятие в 1996 году Комиссией по ценным бумагам и биржам новых правил исполнения приказов. Эти правила открыли доступ рядовым инвесторам к лучшим котировкам продавцов и покупателей на бирже. «Делателей» рынка обязали показывать котировку клиента, если она является лучшей. Эти правила помогли значительно снизить спрэд на рынке и увеличить его ликвидность. С 1997 года в

котировочное окно системы NASDAQ второго уровня были интегрированы электронные коммуникационные сети (ECN), что также снизило спрэд. Весной 2001 года завершился процесс децимализации (переход от котировок с шагом в 1/16 доллара к шагу в 1 цент). Результатом этого стало дальнейшее уменьшение спрэда.

Система SuperSOES.

В конце июля 2001 года NASDAQ заявил об успешном вводе в эксплуатацию новой автоматической торговой системы SuperSOES. Теперь приказы по более чем 3500 акций NASDAQ автоматически исполняются через систему SuperSOES. Первый экспериментальный этап проекта стартовал 9 июля 2001 г., когда SuperSOES была включена для 18 акций NASDAQ и двух тестовых бумаг. На втором этапе, начавшемся 16 июля, было добавлено еще 80 акций. Через неделю по многочисленным запросам участников торгов в список акций, доступных через SuperSOES, были включены традиционные фавориты объема на NASDAQ: Intel Corporation (INTC), Cisco Systems (CSCO), Dell Computer (DELL), Oracle Corporation (ORCL), Sun Microsystems (SUNW). 30 июля SuperSOES стала основной исполнительской системой для всех акций NASDAQ National Market (NNM).

Система SuperSOES работает только с акциями национального рынка NASDAQ (NNM). Обычно в торговых системах прямого доступа эти акции отмечены символом Q. Торги по акциям малой капитализации (NASDAQ SmallCap, помечены символом S) пока проходит без изменений.

Максимальный размер операции для автоматического исполнения теперь составляет 999,999 акции, вместо прежних 1000 акций в системе SOES. Прежние лимиты SOES по максимальным размерам приказов перестали действовать для бумаг NNM.

17-секундная пауза при выполнении приказов SuperSOES одним и тем же «делателем» рынка по одной и той же цене сокращена до системного минимума в «0» секунд (где «0» приблизительно равен 0.8 секунды – операционное время обработки приказа).

Не только индивидуальные участники, как это было ранее в SOES, но и брокеры-дилеры, и «делатели» рынка могут использовать SuperSOES. Причем профессиональные участники торгов применяют ее как для собственных, так и для клиентских приказов.

Электронные коммуникационные сети и региональные биржи могут также участвовать в системе SuperSOES. О своем желании присоединиться к «делателям» рынка и стать полноправным участником SuperSOES уже заявила Чикагская биржа.

Приказы SuperSOES выполняются автоматически как против явного, так и против резервного (скрытого) размера котировки «делателя» рынка.

Система SuperMontage™.

В 2002 году была введена в действие система торгов нового поколения SuperMontage, обеспечивающей эффективную передачу и исполнения приказов и передачу информации.

Идея SuperMontage™ заключается в создании системы котировок и исполнения приказов нового поколения. SuperMontage™ отображает как явные, так и резервные размеры котировок. В окне второго уровня возможно видеть полную информацию о размерах приказов на трех лучших ценовых уровнях. Таким образом, SuperMontage™ показывает реальный размер торгового интереса на рынке и увеличивает прозрачность рынка. Участие в SuperMontage™ добровольное. «Делатели» рынка и ECN участвуют в SuperMontage™ так же, как в NASDAQ, или

могут использовать отдельные возможности системы SuperMontage. К примеру, участники рынка могут предоставлять информацию на NASDAQ либо о своих лучших ценах предложения и покупки, либо о своих приказах на всех ценовых уровнях. SuperMontageTM использует Систему исполнения национального рынка NASDAQ, и приказы «делателей» рынка исполняются автоматически. Электронные коммуникационные сети выбирают между автоматическим исполнением и простым выставлением приказов на рынок. Кроме того, и «делатели» рынка, и ECN могут выставить различные типы приказов и параметры исполнения (цена/время, цена/размер, цена/время и контрагент).

Система Primex Auction System.

Еще одним шагом в развитии торговли на NASDAQ стало внедрение электронной аукционной торговой системы Primex Auction System. В сентябре 2001 года эта система была запущена в тестовом режиме для сделок как по акциям NASDAQ, так и по акциям NYSE. Такой формат торгов дал брокерам новый механизм для исполнения заявок клиентов. Все приказы выставляются анонимно, и процесс торгов происходит на аукционной основе. Primex действует в течение обычного торгового дня, и в торгах могут добровольно участвовать все компании - члены NASD.

Заключение.

В работе был произведен анализ организации, управления и системы торгов на двух признанных лидерах мирового фондового рынка – Нью-Йоркской фондовой биржи (НФБ) и Системы автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ).

Наряду с принципами организации и управления биржей, значительное внимание было уделено характеристике членов фондовой биржи и условиям членства, а также требованиям, предъявляемым к корпорациям, желающим включить эмиссии своих акций в котировочные листы Нью-Йоркской фондовой биржи.

Достаточно подробно были рассмотрены системы исполнения приказов и их эволюция на НФБ и NASDAQ, а также деятельность саморегулируемой организации NASD. Кроме того была дана краткая характеристика внебиржевого рынка акций.

Объем работы не позволил более подробно остановиться на анализе некоторых аспектах развития и деятельности американского фондового рынка, проведенного на примере этих бирж. В частности, было бы интересно более тщательно остановиться на эволюции системы организации торгов с целью выявления наиболее принципиальных аспектов, которые следовало бы учесть при совершенствовании отечественного фондового рынка. Полностью за рамками работы осталось регулирование деятельности фондового рынка государственными структурами и, в частности, деятельность SEC.

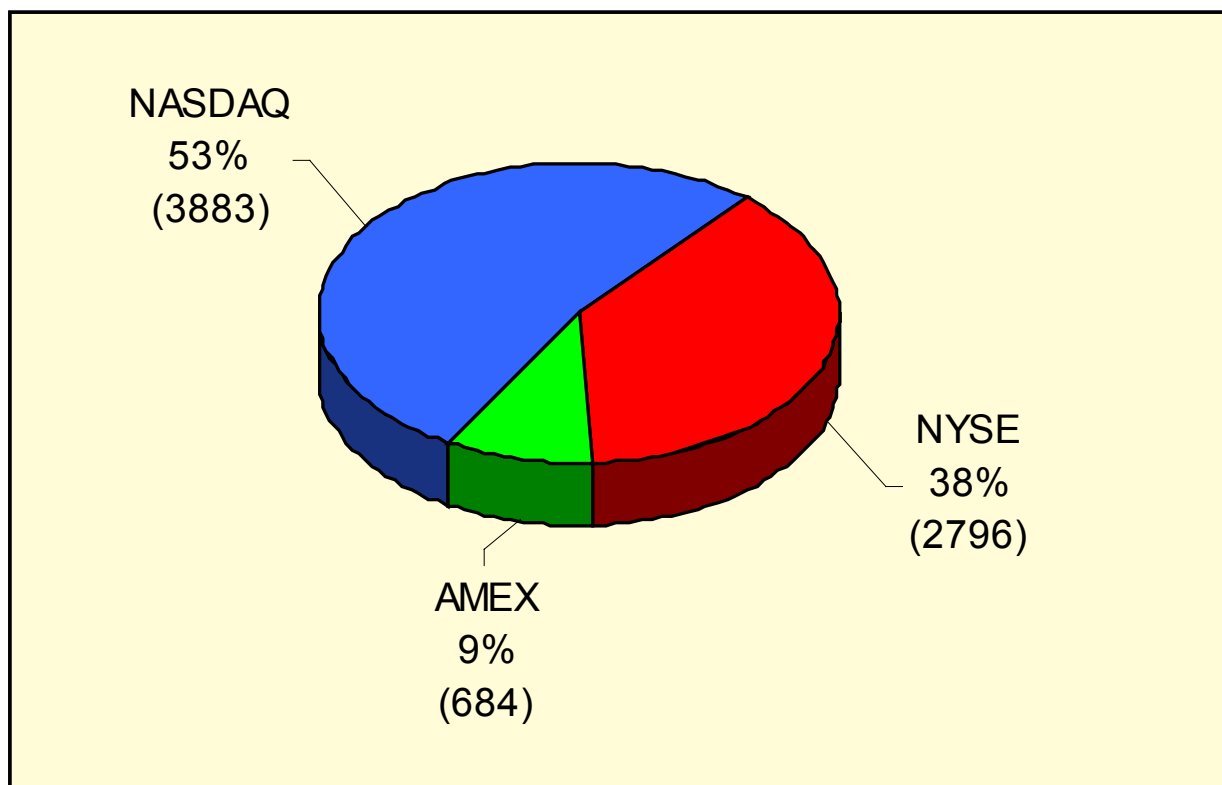
Тем не менее, проведенная работа позволяет судить об основных принципах организации и деятельности фондовой биржи, принципах организации торгов и тех революционных изменениях, которые внесли в деятельность фондовых бирж развитие компьютерных и телекоммуникационных технологий.

Список литературы

1. Р. Тьюлз, Э. Брэдли, Т. Тьюлз. Фондовый рынок, 648 стр., Инфра - М, 1999
2. У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. Инвестиции, 1028 стр., Инфра - М, 1999
3. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок, 488 стр., Перспектива – М, 1995
4. NYSE Fact Book 2001, <http://www.nyse.com/about/factbook.html>
5. About NASDAQ, <http://www.nasdaq.com/about/about.pdf>
6. Market Mechanics, http://www.nasdaq.com/about/market_mechanics.pdf
7. Черников Г. Фондовая биржа: Международный опыт, 92 с., "Международные отношения", 1991
8. Чалдаева Л.А. Фондовая биржа: Организационно-управленческие структуры, 320 стр., Экзамен 2001
9. Лялин В.А., Воробьев П.В. Ценные бумаги и фондовая биржа, 248 стр., Филинь, 2000

Приложения.

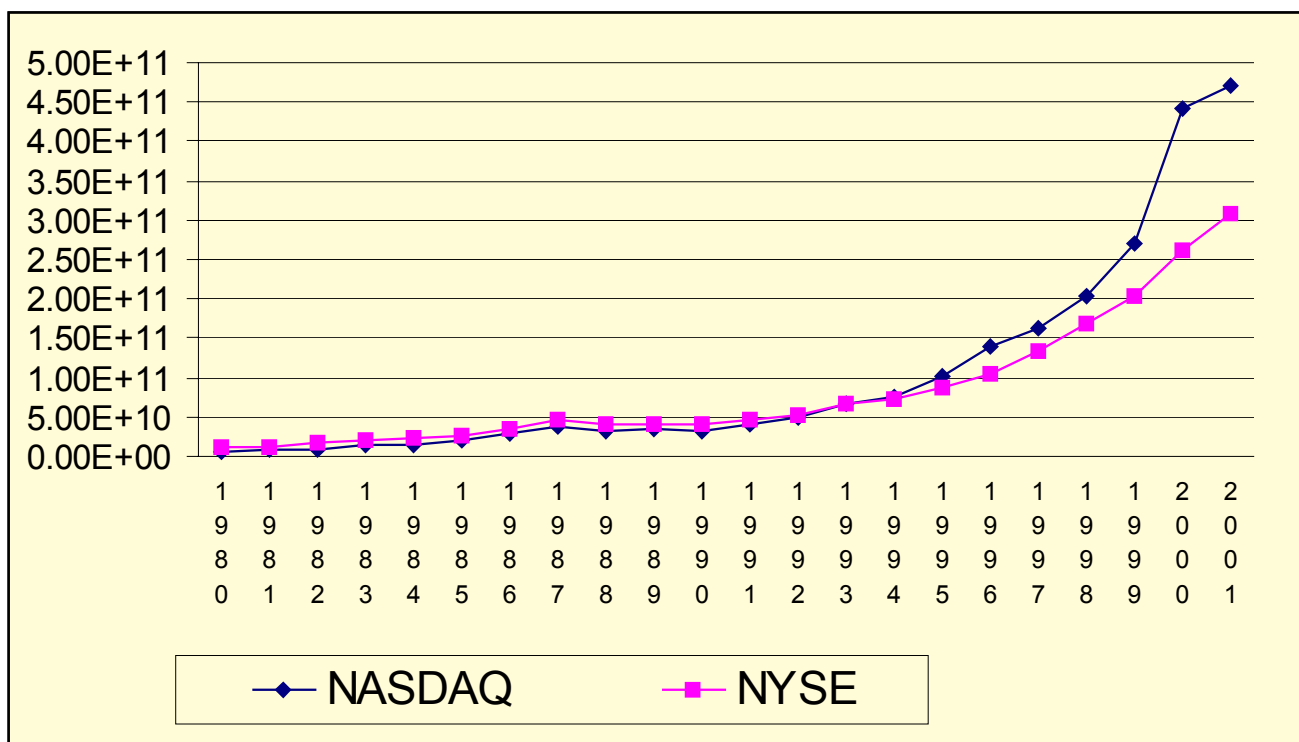
Приложение 1.
Количество эмиссий, зарегистрированных на NYSE, NASDAQ и AMEX.



Данные в соответствии с NASDAQ Economic Research, 6/2002

**Приложение 2.
Объем рынка (в акциях) на NYSE и NASDAQ.**

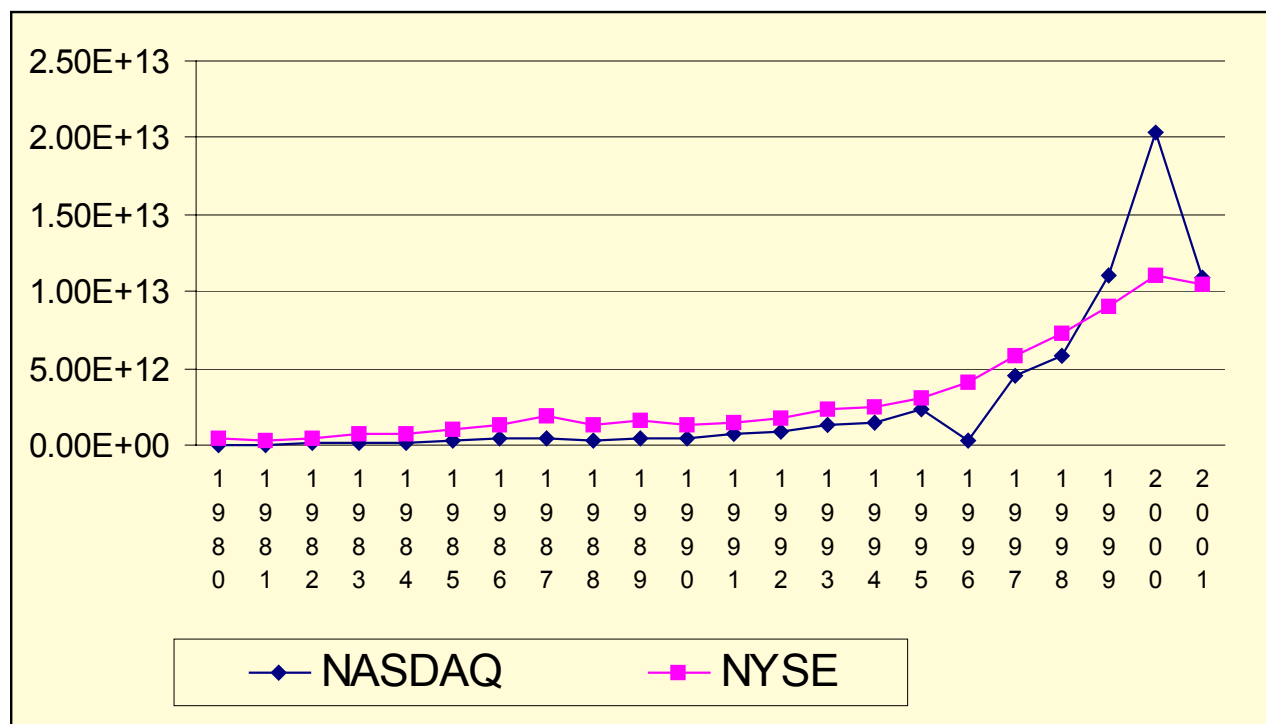
Год	NASDAQ	NYSE
1980	6 691 631 000	11 352 294 000
1981	7 823 410 000	11 853 741 000
1982	8 432 275 000	16 458 037 000
1983	15 908 547 000	21 589 577 000
1984	15 158 823 000	23 071 031 000
1985	20 699 146 000	27 510 706 000
1986	28 736 561 000	35 680 016 000
1987	37 890 006 000	47 801 309 000
1988	31 070 103 000	40 849 537 000
1989	33 530 386 000	41 698 538 000
1990	33 380 381 000	39 664 516 000
1991	41 310 531 000	45 256 043 000
1992	48 545 663 000	51 127 959 000
1993	66 540 480 000	66 923 258 000
1994	74 352 568 000	73 420 401 000
1995	101 157 098 300	87 257 567 312
1996	138 112 017 100	104 630 809 000
1997	163 881 594 000	133 206 448 000
1998	202 040 228 873	169 513 525 979
1999	270 108 214 030	203 850 172 800
2000	442 752 966 146	262 477 705 083
2001	471 216 588 682	307 509 255 893



Данные в соответствии с NASDAQ Economic Research, 12/2001

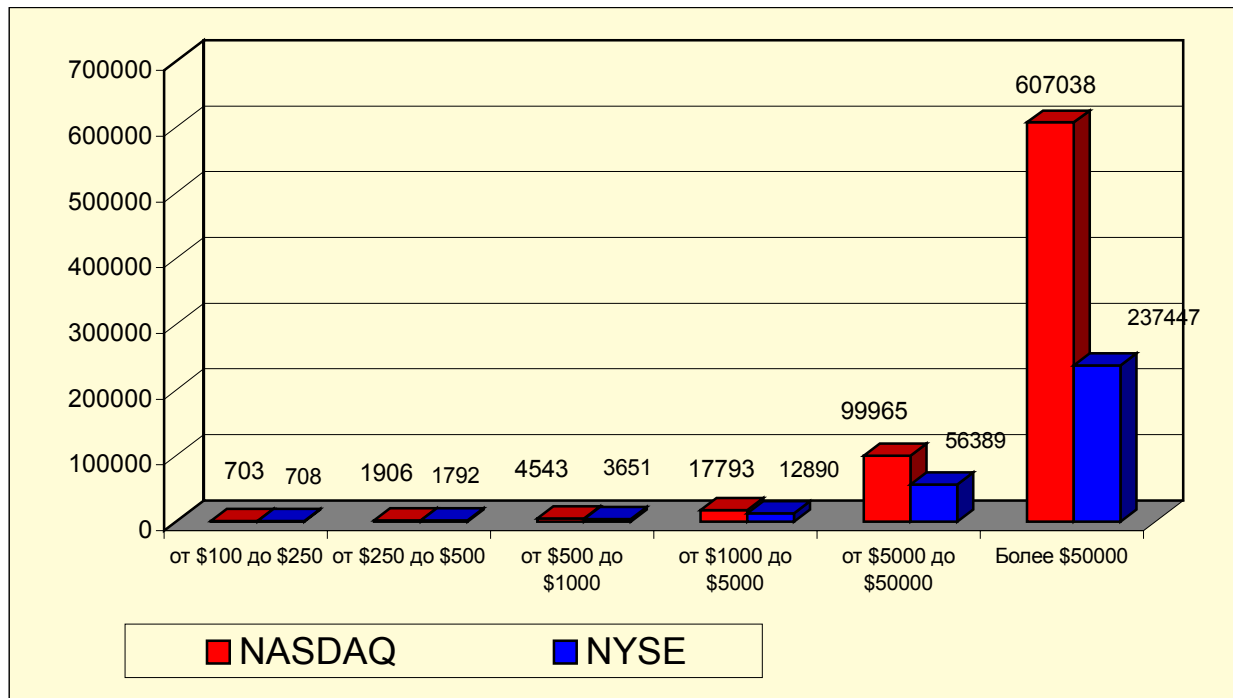
**Приложение 3.
Объем рынка (в долларах) на NYSE и NASDAQ.**

Year	NASDAQ	NYSE
1980	68 669 000 000	374 909 300 000
1981	71 057 000 000	289 218 600 000
1982	84 189 000 000	488 396 300 000
1983	188 284 596 000	765 275 200 000
1984	153 453 903 000	764 737 800 000
1985	233 454 049 000	970 478 700 000
1986	378 215 986 000	1 374 349 600 000
1987	499 854 773 000	1 873 597 200 000
1988	347 089 139 000	1 356 049 600 000
1989	431 381 099 000	1 542 845 000 000
1990	452 429 922 000	1 325 332 400 000
1991	693 852 037 000	1 520 164 000 000
1992	890 785 036 000	1 745 466 400 000
1993	1 350 100 413 000	2 283 389 600 000
1994	1 449 300 889 700	2 454 241 600 000
1995	2 398 214 491 477	3 082 915 308 000
1996	301 777 043 830	4 063 654 600 000
1997	4 481 691 314 097	5 777 601 500 000
1998	5 758 600 000 000	7 287 948 500 000
1999	11 013 200 000 000	8 945 195 000 000
2000	20 395 335 312 759	11 060 046 000 000
2001	10 934 572 483 278	10 489 322 500 000



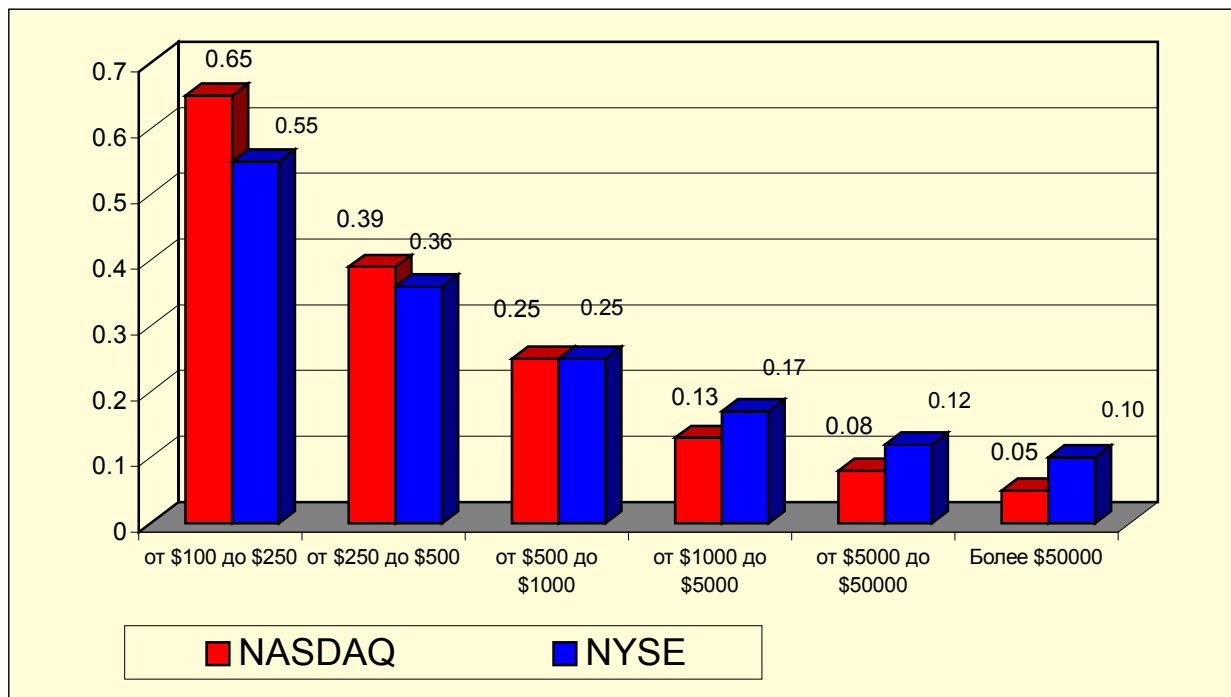
Данные в соответствии с NASDAQ Economic Research, 12/2001

Приложение 4.
Сравнение ликвидности NYSE и NASDAQ (в долларах США).



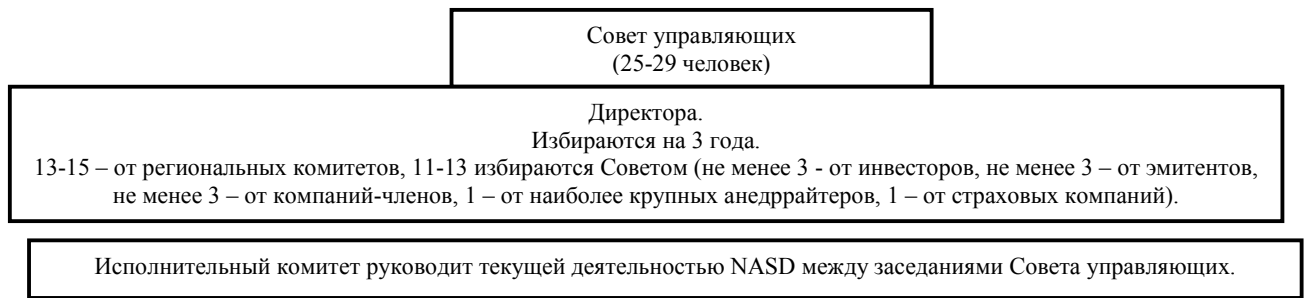
Под ликвидностью понимается объем торгов в долларах соответствующий 1% изменению цены.
 Данные в соответствии с FactSet Research Systems, Inc., 06/2002

Приложение 5.
Сравнение спреда цены NYSE и NASDAQ (в %).

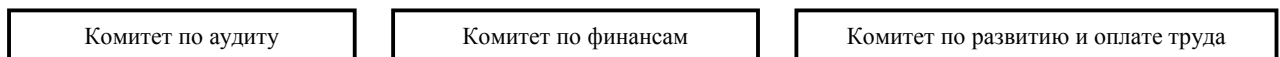


Данные в соответствии с NASDAQ Economic Research, 6/2002

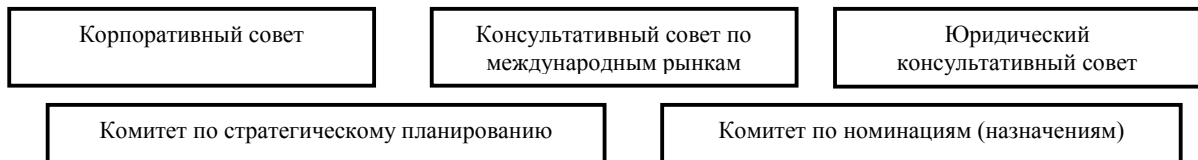
Приложение 6.
Структура NASD на начало 1994 года.



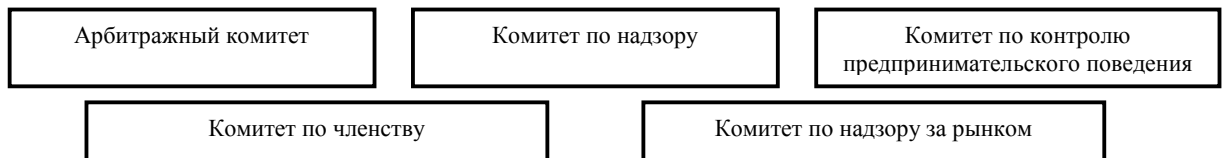
Корпоративные комитеты
(административно-плановая и финансовая работа внутри NASD).



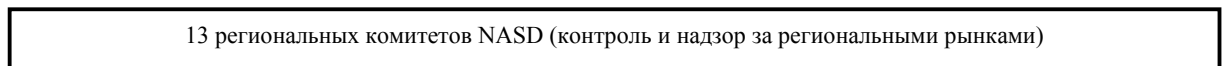
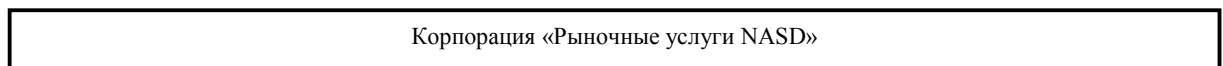
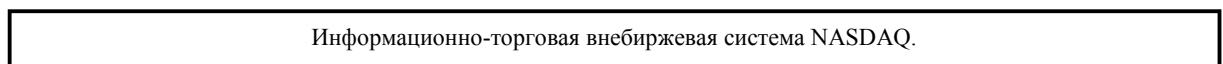
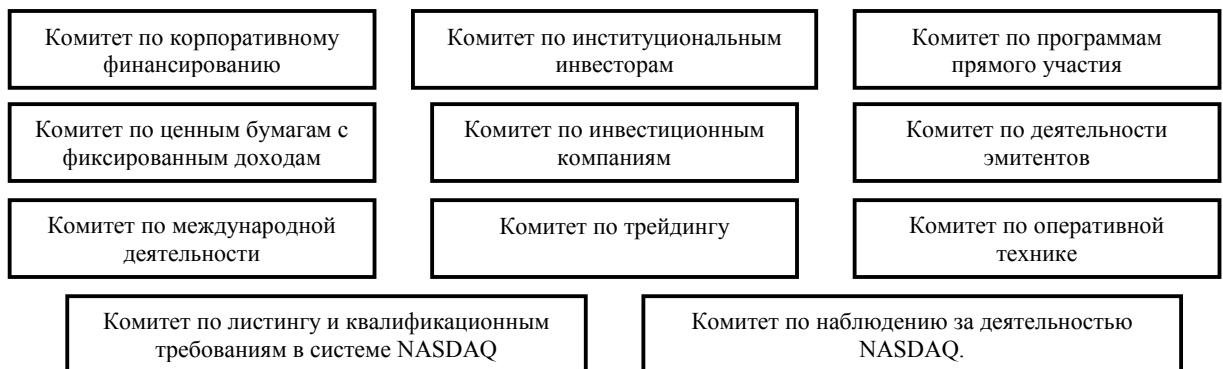
Консультативные советы



Процедурные и оценочные комитеты



Регулирование и контроль отдельных сегментов рынка



В соответствии с Миркин Я.М., Ценные бумаги и фондовый рынок, Перспектива – М, 1995