

Фрагментарность и конкуренция на российском фондовом рынке.

Борьба между российскими биржами за увеличение доли в торговом обороте выражается в универсализации биржевых услуг и снижении транзакционных издержек. Однако данная тенденция имеет и обратную сторону, обозначенную как проблема фрагментарность фондового пространства.

Чем опасна фрагментарность?

Разделение совокупного спроса и предложения по изолированным друг от друга фондовым биржам и внебиржевым организаторам торговли нарушает основной принцип справедливого ценообразования - полноту взаимодействия заявок на покупку и продажу ценных бумаг. Описанная ситуация получила в устоявшихся терминах западной финансовой науки такое определение как фрагментарность фондового рынка.

Фрагментарность – одна из характеристик рынка ценных бумаг, выражающаяся в существовании нескольких центров для торговли одной и той же ценной бумагой и допускающая одновременное существование нескольких цен на бумагу одного эмитента. Ситуация фрагментарности затрудняет процесс определения справедливой рыночной оценки стоимости предприятия.

Изоляция части интересов на покупку-продажу ценных бумаг приводит к информационной асимметрии. Это стимулирует неопределенность ценовых ожиданий покупателей и продавцов, приводит к повышенной волатильности цен на фондовые активы в условиях разделения общей ликвидности рынка ценных бумаг на изолированные фрагменты и вовлекает фондовые биржи и внебиржевых организаторов торговли в конкуренцию за привлечение в свою пользу как можно большего потока заявок на исполнение.

Одним из направлений такой конкуренции выступает снижение транзакционных издержек в форме комиссионных и уменьшение спреда между ценами покупки и продажи ценных бумаг. Снижение транзакционных издержек под действием конкуренции выступает обратной стороной фрагментарности. Однако в условиях низкой ликвидности и фрагментарности российского фондового рынка конкуренция за поток заявок способна привести к росту отрицательного воздействия фрагментарности на фондовый рынок (таблица 1).

Таблица 1

Положительные и отрицательные стороны фрагментарности

Положительные стороны фрагментарности	Отрицательные стороны фрагментарности
<ul style="list-style-type: none">• Вынуждает организаторов снижать стоимость своих услуг.• Стимулирует внедрение инновационных технологий в процесс торговли.• Повышает интерес к фондовому рынку со стороны потенциальных участников.	<ul style="list-style-type: none">• Приводит к росту издержек выбора места торговли и росту регулятивных издержек.• Формирует возможности для развития несовершенных форм конкуренции, усиливающих отрицательные стороны фрагментарности.• Разбивает общую ликвидность рынка на отдельные фрагменты с повышенным риском работы на них для

Конкуренция и фрагментарность на российском рынке ценных бумаг

Основной тенденцией последних двух на российском фондовом рынке стало обострение конкурентных отношений между организаторами торговли за повышение своей доли в общеторговом обороте. Ведущие фондовые биржи России – Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) и Фондовая биржа РТС (РТС) давно борются за звание лидера на рынке корпоративных ценных бумаг. Абсолютное лидерство ММВБ, успешно завоеванное в свое время у РТС (82% общеторгового оборота на рынке корпоративных бумаг в 2000 году) испытывается на прочность. РТС в 2001 году прибавила к своему обороту 4% (с 12% ее доля возросла до 16%), потеснив тем самым ММВБ до 79%. Не последнюю роль в этом процессе сыграли региональные биржи (таблица 2).

Региональные валютные биржи в 2001 году дополнительно обеспечили 5,5 млрд. долл. оборота в системе ММВБ. Без наличия регионально распространенной торговой системы доля ведущей биржи России снизилась бы до 61%. Опорой РТС в конкурентной борьбе выступает фондовая биржа Санкт-Петербург. Трехсторонний договор последней с РТС и Газпромбанком в обмен на весомое участие в капитале Санкт-Петербургской биржи привел к объединению торговой системы фондовой биржи Санкт-Петербург и системы гарантированных котировок РТС. Плоды этого новшества РТС пожинает уже сегодня. Торговля акциями Газпрома, определяющих 100% оборота Московской фондовой биржи (МФБ), Екатеринбургской фондовой биржи (ЕФБ) и Фондовой биржи «Санкт-Петербург» (ФБ «СПб»), практически переместилась в систему РТС - ФБ «СПб». Это дополнительно принесло системе РТС 3% оборота всего рынка. Кроме того, пользуясь опытом питерской биржи, РТС получила возможность совершенствования собственной секции фьючерсов и опционов (FORTS)¹.

В октябре 2002 года состоялось открытие новой секции совместного рынка РТС и Фондовой биржи Санкт-Петербург – биржевого рынка акций, прошедших процедуру листинга в системе РТС. Биржевой рынок объединил также секцию акций Газпрома, организатором торгов по которым выступала ФБ «Санкт-Петербург» с остальными бумагами, прошедшими процедуру листинга в РТС. Таким образом, можно говорить о фактическом объединении рынка акций Газпрома и системы СГК в РТС, с той лишь разницей, что вместо малоликвидного рынка с расчетами в рублях в системе РТС создается целостный биржевой рынок по акциям основных российских эмитентов с расчетами в рублях. Этот рынок является зеркальным отражением основного рынка РТС по составу эмитентов и фондовой секции ММВБ по технологии торгов. На данный момент можно констатировать, что борьба за перераспределение биржевого рынка находится только на начальной стадии своего развития.

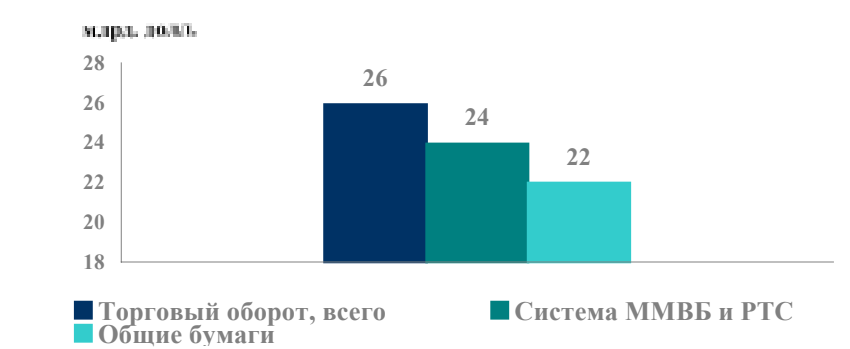
¹ Объем торгов в секции срочного рынка РТС за 3 месяца 2001 года с момента введения составил 239 млн. долл. (по данным годового отчета РТС за 2001 год)

Распределение торгового оборота между биржами России²

	2001		с 1.01.2002 по 1.07.2002	
	млрд. долл.	%	млрд. долл.	%
РТС	5.00	16.32	2.12	10.81
ФБ СП	0.27	0.88	0.68	3.47
ММВБ	18.94	61.81	13.93	70.91
Региональные валютные биржи в системе ММВБ	5.53	18.05	2.77	14.10
СПВБ	0.06	0.20	0.01	0.03
ЕФБ	0.01	0.03	0.00	0.01
МФБ	0.83	2.70	0.13	0.67
Итого	30.64	100.00	19.65	100.00

Территориально удаленные от центра биржевые площадки постепенно теряют свою значимость как центров торговли бумагами региональных эмитентов. Ведущие ранее в этом отношении Ростовская валютно-фондовая биржа и Сибирская межбанковская валютная биржа упрочивают свои позиции исключительно за счет предоставления технического доступа к торгам на ММВБ. Годовые обороты этих бирж в единой торговой сессии по корпоративным бумагам на ММВБ выросли на 30% благодаря активному предоставлению услуг интернет-торговли. Санкт-Петербургская валютная биржа, имеющая наиболее сильную секцию собственных региональных эмитентов, заявляет о постепенном снижении торговой активности в пользу более ликвидной торговой площадки - ММВБ.

Рис.1. Объем рынка внутреннего рынка корпоративных ценных бумаг по его основным сегментам (по итогам 2001 года)



Источник: Reuters (история торговых оборотов за 2001 год)

В этих условиях проблема фрагментарности становится более очевидной. Наряду с региональной концентрацией торговли фрагментарность российского рынка корпоративных бумаг достигает значительных размеров за счет концентрации торговой активности на акциях 6 российских эмитентов. Практически 85% всего рынка формируют 6 корпоративных бумаг, общих для

² В расчет принимаются объемы торгов по корпоративным ценным бумагам, которые представляют 78% всего оборота фондового рынка (рынок государственных ценных бумаг, рынок срочных инструментов на фондовые активы и рынок корпоративных ценных бумаг)

национальных фондовых бирж - ММВБ и РТС (96% торгового оборота). Это акции РАО «ЕЭС», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «ЮКОС», ОАО «Сибнефть», ОАО «Ростелеком» и ОАО «Мосэнерго» (рис. 1). Эти 85% рынка существуют в трех измерениях – рынок акций с расчетами в рублях (ММВБ, СГК РТС), рынок акций с расчетами в иностранной валюте (Основной рынок РТС) и рынок депозитарных расписок на акции ведущих российских эмитентов.

Рис. 2. Распределение торговой активности 6 общих бумаг между основными сегментами (период 30.04.01-02.08.02) без учета акций РАО «ЕЭС»

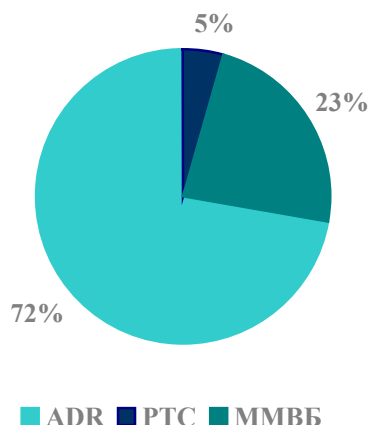
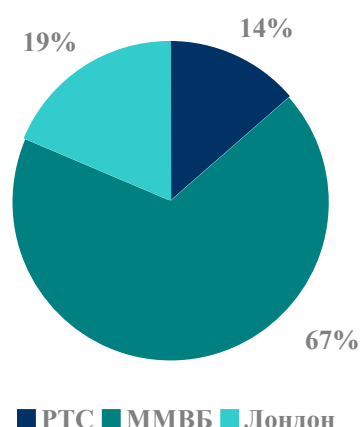


Рис.3. Распределение торговой активности основных голубых фишек российского фондового рынка (период 30.04.01-02.08.02), включая акции РАО «ЕЭС»



Источник: Reuters (история торгов)

Как следует из рис.2., наибольший торговый оборот приходится на ММВБ (67% всего объема торгов по акциям РАО «ЕЭС», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «ЮКОС», ОАО «Сибнефть», ОАО «Ростелеком» и ОАО «Мосэнерго»), второе место занимает рынок депозитарных расписок на акции перечисленных эмитентов на Лондонской фондовой бирже (ЛФБ) – 19% всего оборота. Без учета оборота акций РАО «ЕЭС» (81% оборота внутреннего биржевого рынка акций 6 ведущих эмитентов России) структура биржевого оборота меняется в пользу внешнего рынка (рис. 3)

Высокая доля внешнего рынка свидетельствует о наличии препятствий к интеграции рынков акций России в единое целое. Во-первых, препятствием выступают различие валюты расчетов. Во-вторых, депозитарные расписки не представляют собой инструмент идентичный акциям, обращающимся на внутреннем рынке. Они являются комплексом однородных ценных бумаг и не могут стать товаром – субститутутом для обыкновенных акций российских эмитентов. В-третьих, осуществление сделок с ценными бумагами между ЛФБ и одной из национальных фондовых бирж сопряжено с большими транзакционными издержками и меньшим экономическим эффектом от осуществления арбитражных операций.

Как развитие конкурентных форм взаимоотношений может привести к усилению фрагментарности рынка ценных бумаг?

Особенности структурной организации рынка позволяют выделить следующие направления конкуренции, имеющие своим следствием углубление состояния фрагментарности фондового рынка (таблица 3).

Таблица 3

Основные формы конкуренции, ведущие к фрагментарности

Расширение количества торгуемых инструментов	Использование разных торговых механизмов в рамках одной фондовой биржи или внебиржевого организатора торгов	Повышение эффективности торговли	Использование форм несовершенной конкуренции
- кросс-листинг; - финансовый инжиниринг, - производные финансовые инструменты;	-мэтчинг -институт маркет-мейкеров -кроссинг ³	-Снижение транзакционных издержек, - расширение комплекса услуг	-Приоритет собственных интересов профессионального участника над интересами инвестора -Соглашение между брокерами и фондовыми биржами (внебиржевыми организаторами торговли), по которому первые направляют заявки инвесторов на исполнение именно этому организатору за оговоренное вознаграждение

А) Расширение количества торгуемых инструментов.

Увеличение количества торгуемых инструментов в российских условиях происходит тремя путями: вторичный листинг, введение в оборот продуктов финансового инжиниринга и организация торговли срочными инструментами на уже существующие на рынке фондовые активы. И в том и другом случае организатор торгов получает возможности увеличения торгового оборота, а, следовательно, ликвидности своего рынка (таблица 4).

Таблица 4

Хронология расширения ассортимента торгуемых инструментов на российских биржах.

Новые инструменты	Вторичный листинг	Производные финансовые инструменты
<p>11.05.01 Проект RTS-Quadro, организация торговли индексным инструментом⁴.</p> <p>15.10.01. Проект МФБ по организации торгов расчетными фьючерсами на фондовый индекс RUX, рассчитываемый индексным агентством "РТС-Интерфакс".</p> <p>10.10.01 РТС объявила о введении возможности конвертации ADR на российские акции в собственно акции и обратно.</p> <p>2002 год. Планы ММВБ организовать на своей площадке торговлю фьючерсами на электроэнергию.</p>	<p>15.01.02 г. К обращению в РТС допущены еврооблигации "Россия-30".</p> <p>Проект RTS bond. РТС утвердила концепцию развития рынка долговых инструментов с целью отвоевать у неорганизованного рынка и рынка ММВБ часть торгового оборота как по корпоративным облигациям, и по облигациям субъектов РФ</p> <p>Октябрь 2002 года - открытие новой секции совместного рынка РТС и Фондовой биржи Санкт-Петербург – биржевого рынка акций, прошедших процедуру листинга в системе РТС</p>	<p>22.04.02. На ММВБ начинается торговля фьючерсами на акции РАО "ЕЭС России", "ЛУКОЙЛа", "Сургутнефтегаза и индекс ММВБ-10. Намерение расширить перечень производных инструментов фьючерсами на процентные ставки - в частности, на ставки размещения рублевых кредитов на московском межбанковском рынке MosIBOR.</p> <p>19.10.01. В системе РТС – появляется совместный с ФБ «СПб» сегмент срочного рынка FORTS</p>

³ Термин кроссинг применительно к биржевым операциям означает заключение сделок по ценам, заимствованным из другой торговой системы, то есть их простое копирования без выполнения ценообразовательной функции на рынке.

Анализ финансово-хозяйственной деятельности бирж за последние полтора года свидетельствует в пользу активного использования ими расширения списка торгуемых инструментов в качестве оружия конкурентной борьбы.

Непосредственную угрозу целостности рынка представляет практика вторичного листинга. Правила вторичного листинга большинства российских бирж остаются не строгими. Так у Санкт-Петербургской валютной биржи (СПВБ) ценные бумаги, прошедшие процедуру листинга на другой бирже, могут быть включены в котировальные листы СПВБ первого или второго уровня без предварительного рассмотрения. Единственным ограничением выступает наличие соглашения между биржами о порядке совместного проведения процедур листинга и условия прохождения предыдущего листинга с требованиями на уровне не ниже чем у СПВБ. Фондовые биржи допускают и обращение внесписочных бумаг без прохождения листинговых процедур. То есть возможности для конкуренции в этой области практически не ограничены.

Вторым, направлением конкуренции за рост своей доли на фондовом рынке выступает развитие рынка производных финансовых инструментов. Срочные контракты, базирующиеся на общих для бирж инструментах, достаточно редкое явление в мировой практике. В России условия для развития торговли производными финансовыми инструментами отличаются на фондовых биржах за счет разных технологии торговли и разного состава клиентов бирж. На сегодняшний день вход на срочный рынок ММВБ более дорогостоящий. Основным резерв для него представляют крупные участники – банковские организации. Специфика банка в отличие от брокерско-дилерской компании заключается в его приверженности к инструментам с фиксированной доходностью (государственные и корпоративные облигации), инструментам денежного рынка (валюта, проценты за пользование денежными кредитами). Для выхода на новый сегмент рынка такой категории участников как банковских организаций потребуется организация срочных контрактов в т.ч. на инструменты денежного рынка или рынка корпоративных облигаций. Пока же существующие возможности для развития срочного рынка располагают в пользу РТС. Ее клиентура – небольшие брокерско-дилерские компании, которые более охотно идут на использование сложных инструментов в своих спекулятивных и инвестиционных стратегиях, кроме того, для таких участников интересна организация торговли срочными инструментами с базовыми активами в форме долевых ценных бумаг. Не случайно наиболее популярными контрактами на рынке FORTS (РТС) остаются контракты на курс акций ПАО «ЕЭС» (85% всего оборота рынка). А основным состав участников рынка FORTS представлен ведущими операторами секции фондового рынка ММВБ. Срочная секция ММВБ, запущенная 19 апреля 2002 года по структуре торговых оборотов явно повторяет конфигурацию корпоративного рынка-спот. На срочные сделки с акциями ПАО «ЕЭС» приходится 98,85%. Т.о. бывшая ранее биржей одной бумаги, ММВБ становится биржей одного

⁴ Блок ценных бумаг состоит из 300 обыкновенных акций ПАО "ЕЭС России", пяти - "ЛУКОЙЛа", 190 - "Мосэнерго", одной - "Норильского никеля", шести - "Ростелекома", 200 - "Сургутнефтегаза", 20 - "Татнефти". Стоимость пакета 160 долл. Корреляция с динамикой индекса РТС - 99%. ..

фьючерсного контракта. При этом оборот в секции срочного рынка РТС пока что в 20 раз превосходит оборот на ММВБ.

Б) Использование альтернативных торговых механизмов в рамках фондовой биржи или внебиржевого организатора торговли.

Использование альтернативных механизмов торговли для одних и тех же инструментов – еще один источник фрагментарности, который также используется в целях приобретения конкурентных преимуществ.

Изначально крупнейшие российские биржи - РТС и ММВБ использовали разные технологии торговли. Рынок ММВБ ориентирован на электронный аукцион с расчетами в рублях. РТС – на дилерский механизм заключения сделок с расчетами в иностранной валюте. Особенности сведения вместе покупателей и продавцов на двух биржах делали состав их участников практически непересекающимся. Для ММВБ – это банки и небольшие инвестиционные компании. Для РТС – крупные брокерско-дилерские компании и иностранные участники. Тем не менее, прецедент конкуренции существует в отношении перспективной группы участников – российских частных инвесторов и последовательного развития технологий торговли рублевыми инструментами (таблица 5).

Таблица 5

Основные направления гармонизации торговых механизмов

	Новые технологии торговли	Предмет конкуренции
РТС	Разбавление основного рынка РТС в режиме переговорных сделок системой гарантированных котировок (СГК) с расчетами в рублях. Использование электронной системы аукционной торговли фондовой биржи Санкт-Петербурга для организации биржевого рублевого рынка ценных бумаг, торгуемых на основном рынке РТС.	Формирование рынка рублевых инструментов от спотового и срочного рынка акций до разнообразных долговых инструментов. Ориентация на отечественного розничного и оптового инвестора.
ММВБ	Намерение ввести институт маркет-мейкеров в секторе акций и корпоративных облигаций для повышения ликвидности рынка и снижения стоимости работы на нем	

Другим направлением развития альтернативных механизмов торговли становится увеличение количества внебиржевых организаторов торговли. Официальные статистические данные о степени соотношения биржевого и внебиржевого сегмента на российском рынке отсутствуют. Для косвенной оценки можно использовать данные агентства Росбизнесконсалтинг по структуре операций брокерско-дилерских компаний в России⁵. Исходя из проведенных расчетов, на внебиржевой рынок приходится 49% рынка акций (23 млрд. долл. по торговому обороту в 2001 году) и около 70% рынка корпоративных облигаций (2,31 млрд. долл. против 0,99 млрд. на биржевом рынке). На внебиржевом рынке торгуются бумаги 138 эмитентов общих с фондовыми биржами. Это порядка 34% от всего количества эмитентов.⁶ Кроме того, внебиржевой рынок акций не является однородным. Здесь торгуются как низколиквидные бумаги и бумаги, не прошедшие листинга на фондовых биржах, так

⁵ См. данные рэнкинга брокерско-дилерских компаний по итогам деятельности в 2001 году

и акции известных эмитентов. В условиях технологической гармонизации данный сегмент рынка постепенно перетягивает на себя львиную долю торговой активности

На данный момент активно действует электронная автоматизированная система кроссинга «Finam-Cross» - для внебиржевой торговли акциями, включенными в состав котировальных листов в РТС (более 230 бумаг). «Finam-Cross» предоставляет услуги кроссинга⁷ и гарантированного исполнения заявок внутри биржевого спреда между ценой на покупку и продажу ценных бумаг.

Такой механизм торговли оказывается предпочтительнее для соблюдения условий конфиденциальности сделок, минимизации затрат, избежания эффекта воздействия крупной заявки на равновесную цену, сложившуюся на рынке. Это создает преимущества для торговли крупными пакетами ценных бумаг и работы с низколиквидными бумагами, характеризующимися повышенными спредами. Не случайно, ММВБ объявила переход части участников на внебиржевой рынок одной из главных причин снижения своей доли в обороте на вторичном рынке с 80 до 60% в 2001 году. А РТС оценивает оборот своих участников вне основного рынка в 60% от всего торгового оборота системы РТС (2,4 млрд. долл. в год).

В) Повышение эффективности торговли

Конкуренция за качество предоставляемых услуг имеет прямым следствием снижение явных транзакционных издержек, а целью – повышение своей доли в торговом обороте. Начиная со второй половины 2001года абсолютно все российские биржи осознали жизненную необходимость этого шага (таблица 6).

Таблица 6

Основные направления конкуренции за повышение эффективности торговли

07.2001	МФБ снижает биржевые и депозитарные издержки по работе с акциями Газпрома. Комиссия на бирже была понижена с 0,05% до 0,01% от объемов сделки, что соответствует уровню издержек на ММВБ.
05.2002	ММВБ объявила о введении нового расписания торгов. Торговая сессия в рамках фондового рынка была увеличена на 1,5 часа (с 10.30 до 17.00). Нововведение преследовало цель привлечения частных инвесторов, большая часть которых предпочитает вечерние часы торговли.
06.2002	Продолжительность торговой сессии на рынке FORTS была увеличена на 1,5 часа
07.2002	Снижены тарифы на депозитарные операции в расчетном депозитарии Газпромбанка. Стоимость перевода бумаг между счетами «депо» по итогам торгов снижена с 0,02% до 0,0007% от объема сделки.
08.2002	ММВБ меняет тарифную политику. Комиссия биржи снижена до средних 0,015% практически на всех сегментах (с 0,035-0,1% в зависимости от вида бумаг и срока погашения).

Д) Использование форм несовершенной конкуренции

Средний спред по шести наиболее активно торгуемым акциям, имеющим листинг на ММВБ и РТС, составляет к цене покупки 0,13 % на ММВБ и 0,69% на РТС (на 31.05.01). Это создаёт условия

6 Согласно отчетности о динамике торгов акциями на внебиржевом рынке России, аккумулирующей в себе данные торговых площадок системы АК&М, РБК, Финмаркета (www.securities.com)

⁷ Термин кроссинг применительно к биржевым операциям означает заключение сделок по ценам, заимствованным из другой торговой системы, то есть их простое копирования без выполнения ценообразовательной функции на рынке.

для такой практики как **интернализация**⁸ потока заявок, когда брокерско-дилерские организации выкупают на себя часть заявок инвесторов по твердым котировкам с последующей перепродажей на торговых площадках с лучшими ценовыми условиями. При этом исполнение заявок клиента от своего имени и за собственный счет позволяет посреднику, имеющему доступ к информационным ресурсам всех торговых площадок, реализовывать собственную стратегию арбитражных и спекулятивных сделок.

В целом, с точки зрения фрагментарности, рассмотренные формы конкуренции имеют разнонаправленное влияние. С одной стороны рост угрозы оттока торговой активности стимулирует биржи к повышению качества своих услуг. С другой стороны, возможности перевода средств и ценных бумаг с одной торговой площадки на другую в пределах России остаются ограниченными, асимметричной является и схема перераспределения информационных потоков между фондовыми биржами. Это означает, что усиливающаяся конкуренция будет приводить к росту фрагментарности.

Российский фондовый рынок в настоящий момент переживает трансформационный период под действием растущей конкуренции и развития инновационных технологий. Наиболее вероятными выглядят два пути развития процессов фрагментарности и конкуренции в будущем.

1) Эволюция в сторону централизованной универсальной торговой площадки

Период структурной трансформации уступит место периоду рационализации. Под рационализацией подразумевается определенность пользователей услуг организаторов торговли относительно того, какая площадка лучше удовлетворяет их потребностям. То есть на смену фрагментарности придет консолидация. Количество организаторов торгов будет оптимизировано рыночным путем, проигравшие в конкурентной борьбе будут вынуждены присоединиться к победителям или выходить из бизнеса. Несложно предположить, что в российских условиях такой сценарий приведет к формированию централизованной универсальной торговой площадки.

2) Эволюция в сторону большого количества торговых площадок, специализирующихся на торговле отдельными финансовыми инструментами в условиях хорошо развитой системы информационных и коммуникационных связей между ними.

Растущая конкуренция усилит состояние фрагментарности и приведет к росту количества торговых площадок, ориентирующихся на разнообразные запросы инвесторов. Существование такой системы в условиях низкой ликвидности будет оправдано только наличием системы информационных и телекоммуникационных связей между рынками, позволяющей без существенных затрат переводить средства и фондовые активы из одной системы в другую.

При любом варианте развития событий болезненность данных преобразований для российской экономики не вызывает сомнений. С этой точки зрения вполне вероятен и третий вариант – контролирование сил конкуренции оттачивающих структуру фондового рынка в заданном русле. А именно - усиление положительного эффекта конкуренции и ослабление негативного воздействия состояния фрагментарности на эффективность фондового рынка за счет

⁸ Термин «интернализация» введен в оборот в начале 90-х гг. и представляет собой американский вариант обозначения согласованной работы организаторов и операторов торговли ценными бумагами

непосредственного вмешательства регулирующих органов в процесс конкурентных преобразований и более полного использования интеграционных возможностей современных компьютерных технологий для совершенствования информационной инфраструктуры рынка.