

Фрагментарность и информационная прозрачность рынка ценных бумаг

Современное представление о механизме ценообразования на фондовые активы подчеркивает значимость симметричности информационных потоков для достижения состояния равновесия между совокупным спросом и предложением. Фрагментарность российского фондового рынка выдвигает дополнительное условие поддержания информационной симметрии – необходимость консолидации биржевой информации, поступающей со стороны фондовых бирж на внутреннем и внешнем рынках

Первоочередное влияние на процесс ценообразования оказывает такое свойство рынка как информационная симметрия или равенство объемов информационных потоков¹, поступающих со стороны фондовых бирж и внебиржевых организованных рынков и их распределения между основными участниками фондового рынка.

Теоретически воздействие информации на процесс ценообразования на фондовые активы происходит двумя этапами, связанными принципом обратной связи. Это этап принятия решения о подаче заявки и этап ее исполнения. На этапе принятия решения важен анализ ценовой информации, поступающей со стороны организатора торгов и фундаментальной информации, поступающей со стороны эмитента. Этап исполнения заявок или поиска равновесной цены определяется порядком сведения вместе поступающего спроса и предложения на ценные бумаги (протоколом торговли каждой торговой площадки).

С позиций теории микроструктуры рынка², основной поток информации генерируется именно на этапе исполнения заявок, а цена заключения сделок между покупателями и продавцами является главной силой, воздействующей на новые параметры спроса и предложения, предъявляемые к исполнению. То есть присутствие фондовых бирж как на первом, так и втором этапе ценообразовательного процесса является важным условием информационной симметрии.

Вопросы полноты раскрытия информации со стороны торговых систем получают повышенную важность в свете усиливающейся фрагментарности фондового рынка.

Фрагментарность определяется как состояние рынка, характеризующееся большим количеством фондовых бирж и внебиржевых организаторов торговли, существующих как в условиях информационной симметрии, так и в условиях несимметричности информационных потоков.

¹ Под информационным потоком, поступающим со стороны фондовых бирж и организованного внебиржевого рынка, понимается совокупность данных относительно цен спроса и цен предложения на фондовые активы, а также цен заключения сделок, формирующихся на каждой фондовой бирже и внебиржевом организованном рынке.

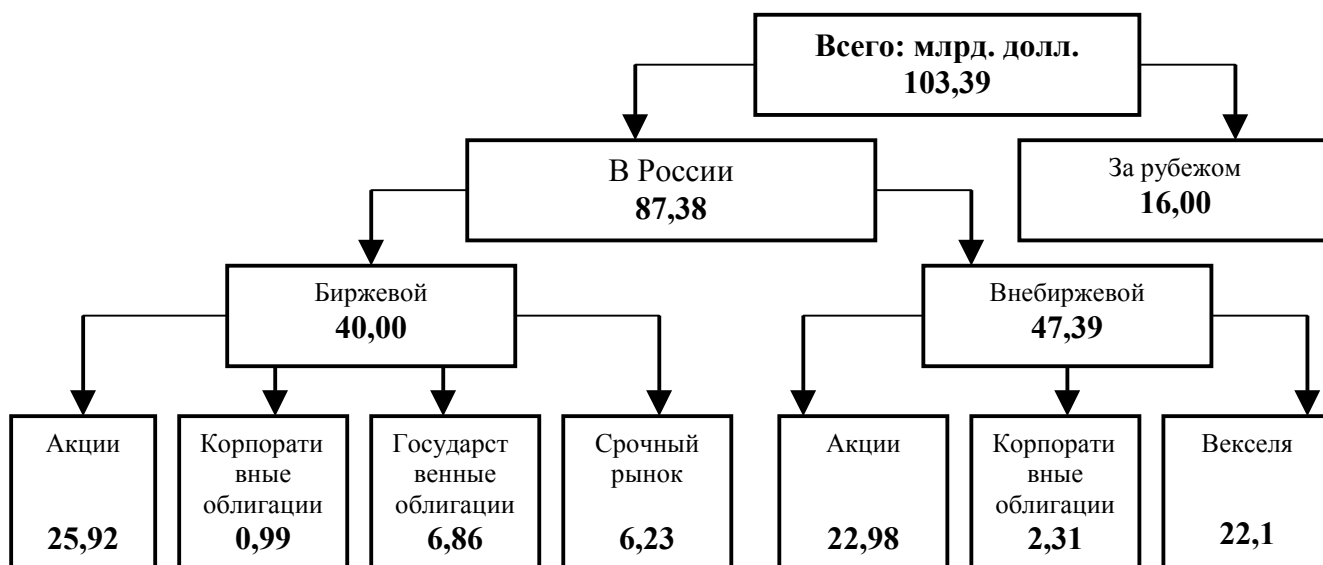
² Теория микроструктуры рынка - подчеркивает роль институциональной структуры рынка и торгового механизма в ценообразовании. Данное направление исследует, в том числе, зависимость между процессом ценообразования на рынке ценных бумаг и структурой ее торговой системы, протоколом торговли каждой торговой площадки.

Существование нескольких рынков для одного и того же инструмента подразумевает формирование нескольких цен на один и тот же товар, ни одна из которых не является эффективной, так как складывается в условиях неполного состава совокупного спроса и предложения³. Возникает ситуация информационной дезориентации участников рынка. В каждый момент времени цены все больше отрываются от своей внутренней стоимости⁴, разогревая рынок и приводя к появлению всем известных «пузырей» на рынке ценных бумаг. Воздействие фрагментарности на **фондовый рынок** будет тем больше, чем ниже уровень информационной симметрии и меньше возможности для консолидации разносторонней информации и ее адекватного анализа. Процесс консолидации информации подразумевает стандартизацию ее состава и формы предоставления для облегчения сопоставимости информационных потоков, поступающих со стороны разных фондовых бирж.

Таким образом, возможность дробления потока заявок по местам и времени исполнения вносит определенные коррективы в стандартную схему процесса ценообразования на фондовые активы, поскольку предполагает включение дополнительного фактора - наличие информационной связи между рынками и направленность информационных потоков.

Фрагментарность российского фондового рынка

Фрагментарность российского фондового рынка можно определить через уровень его сегментации⁵, полицентричность системы торговли и высокую концентрацию торговой активности на акциях 7 крупнейших российских эмитентов.



³ Понятие эффективной цены выводится из концепции общего экономического равновесия, разработанной представителями неоклассической школы, и в данном случае очень близко подходит к определению эффективного рынка, данного Леоном Вальрасом. В терминах неоклассиков - справедливый рынок – это равновесный рынок. В терминах современного рынка ценных бумаг это определение трансформируется следующим образом: чем больше заявок на покупку и продажу взаимодействует друг с другом, тем лучшей будет цена, ниже спрэд, выше ликвидность и предсказуемость рынка. Эффективный рынок – это тот рынок, где спрос и предложение формируется на базе полной и достоверной информации, то есть поступающий спрос и предложение является эффективным

⁴ Категория внутренней стоимости используется с позиций школы фундаментального анализа и определяется как стоимость бумаги на данный момент времени с учетом перспективной оценки уровня цены спроса на нее и доходов по ней в будущем, которая может быть рассмотрена как справедливая стоимость бумаги.

⁵ Рассчитано по данным рейтингов НАУФОР за 2001 год относительно объемов и структуры операций брокерско-дилерских компаний в России (www.naufor.ru)

Сегментация российского фондового рынка.

Как следует из рис. 1, общий оборот по российским ценным бумагам разделяется на два крупных сегмента – внутренний рынок (85%) и внешний рынок (15%). Разделение рынка на российский и зарубежный сегменты свойственно в основном рынку акций. Так 73% всего оборота рынка акций представлено обращением депозитарных расписок на акции российских эмитентов на ведущих западных биржах и только 27% существует в форме внутреннего рынка. С другой стороны, организация внутреннего рынка отличается высокой долей внебиржевого торгового оборота (55% от общего объема внутреннего рынка).

Высокая доля внебиржевых сделок в России может свидетельствовать только об одном – отсутствии полноценного ценообразовательного центра для большинства видов ценных бумаг⁶. В этом отношении отдельное место занимает рынок корпоративных ценных бумаг⁷. Так, рынок корпоративных облигаций на 70% представлен внебиржевым рынком и только 30% всего оборота приходится на биржевой оборот. На рынке акций, которые торгуются на биржах, оборот составляет всего 57% общего оборота.

С этих позиций информационная симметрия российского фондового рынка оказывается нарушенной.

Полицентричность торговой системы⁸

К настоящему моменту официально лицензии организатора торгов имеют 10 профессиональных участников – Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), Российская торговая система (РТС), Московская фондовая биржа (МФБ), Екатеринбургская фондовая биржа (ЕФБ), Казанский совет фондовой торговли (КСФТ) и региональные валютные биржи (РВБ), являющиеся составными компонентами территориально распространенной системы ММВБ и дополнительно организующие торговлю ценными бумагами региональных эмитентов.

⁶ Российский внебиржевой рынок – это рынок двухсторонних отношений. В отличие от США он не является организованным и, следовательно, может рассматриваться как один из способов отвлечения части потоков заявок от участия в определении равновесной цены на бирже. На таких рынках отсутствует главный признак участия в ценообразовании – система сбора и распространения информации о результатах заключения сделок. Цены, как правило, заимствуются непосредственно с бирж и корректируются в ходе переговорных отношений или используются в неизменной форме в ходе кроссинга (см., например? принципы работы внебиржевой системы finam-cross (www.finam.ru)). Внебиржевые рынки вносят свой вклад в систему конкуренции между организаторами торгов, заставляя ведущие биржи снижать издержки работы на рынке его участников или совершенствовать качество предоставляемых услуг. Однако они не участвуют в системе конкурентного ценообразования.

⁷ Рынок государственных ценных бумаг и срочных инструментов представлен биржевым рынком, а рынок векселей - внебиржевым

⁸ **Полицентричность торговой системы** – одна из двух характеристик торговой системы, проявляющаяся в одновременном существовании нескольких биржевых или внебиржевых организаторов торговли. Выступает в противоположность моноцентричной торговой системе, представленной единственной биржей или внебиржевым организатором торговли. Под торговой системой при этом понимается совокупность субъектов фондового рынка, представленная системами организованного и неорганизованного рынков в форме фондовых бирж и внебиржевых организаторов торговли.

С формальной точки зрения, степень пересечения рынков общих ценных бумаг, торгуемых на этих площадках, невелика (таблица 1).

Таблица 1

Отношение числа общих ценных бумаг, торгуемых на двух биржах к суммарному количеству бумаг, обращающихся на них⁹

	РВБ в системе						КСФТ
	ММВБ	РТС	МФБ	ФБ "С-П"	ЕФБ	ММВБ	
ММВБ	X	10	10	27	0	53	0
РТС	10	x	40	92	0	5	0
МФБ	10	40	X	25	1	5	0
ФБ "С-П"	27	92	25	X	1	14	0
ЕФБ	0	0	1	1	X	0	0
РВБ в системе							
ММВБ	53	5	5	14	0	X	0
КСФТ	0	0	0	0	0	0	X

Реально же фрагментарность российского фондового рынка усиливается за счет того, что 85% всего оборота основного сегмента биржевого рынка – рынка корпоративных ценных бумаг обеспечивается оборотом обыкновенных акций 7 крупнейших российских эмитентов (рис.2).

Из 26 млрд. долл. годового оборота рынка акций по всем российским биржам, 23 млрд. приходится на фондовые биржи ММВБ и РТС, при этом акции 7 крупнейших эмитентов из 23 млрд. оборота обеспечивают 22 млрд. (рис. 2).

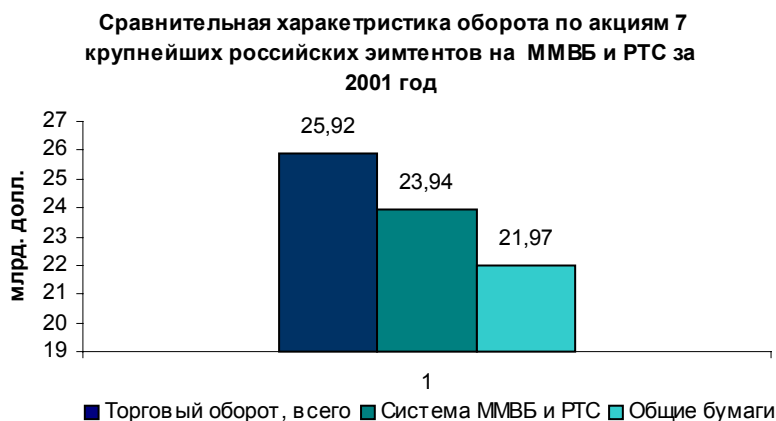


рис.2

Это обыкновенные акции акционерных обществ: ОАО "Нефтяная компания ЛУКОЙЛ", «ЮКОС», ОАО "Нефтяная компания "Сургутнефтегаз", ОАО энергетики и электрификации "Мосэнерго", РАО «ЕЭС», "Горно-металлургическая компания "Норильский никель", «Татнефть» и ОАО Междугородной и международной электрической связи "Ростелеком", которые одновременно торгуются как в РТС (74% всего рынка РТС), так и на ММВБ (79% всего рынка). Отдельные фондовые биржи осуществляют торговлю

⁹ Рассчитано по данным списков ценных бумаг, допущенных к обращению на российских биржах

акциями Газпрома (более 1,5 млрд. долл. США). Это - ЕФБ, МФБ и ФБ «Санкт-Петербург». Роль последней биржи при этом значительно усилилась после заключения трехстороннего договора между РТС, Газпромбанком и ФБ «Санкт-Петербург». Доля Санкт-Петербургской биржи на рынке акций Газпрома выросла за первую половину 2002 года с 45 до 67%, потеснив тем самым МФБ.

Одной из характеристик российского фондового рынка следует считать и то, что поток информации, передаваемый от одного рынка к другому, будет иметь разную степень значимости в разрезе рынков отдельных эмитентов. Фактически, информационные потоки, воздействующие на процесс ценообразования, поступают со стороны торговых площадок – ММВБ, РТС и зарубежных систем торговли депозитарными расписками на российские акции, в частности Лондонской фондовой биржи (ЛФБ¹⁰). Т.о. российский рынок корпоративных ценных бумаг имеет сложную схему движения информационных потоков между биржами.

На внутреннем рынке России представлено два крупных ценообразовательных центра – это ММВБ и РТС. Информационные потоки, поступающие с этих бирж, имеют разную степень значимости для инвесторов, покупающих или продающих ценные бумаги разных эмитентов. Причина этого кроется в биржевой структуре торгового оборота, отличающейся по каждой бумаге. Возьмем для примера распределение торгового оборота по четырем бумагам, представляющим, соответственно, телекоммуникационную, энергетическую и нефтяную отрасли экономики – это обыкновенные акции ОАО Междугородной и международной электрической "Ростелеком", ОАО энергетики и электрификации "Мосэнерго", ОАО "Нефтяная компания ЛУКОЙЛ" и ОАО "Нефтяная компания "Сургутнефтегаз".

На рис. 3, представляющим распределение годового торгового оборота по этим бумагам, видно, что рынок акций сырьевых предприятий – «Сургутнефтегаз» и ОАО "Нефтяная компания ЛУКОЙЛ" больше ориентирован на внешний рынок (70-75% общего оборота обеспечивается на ЛФБ). Рынок обыкновенных акций ОАО Междугородной и международной электрической связи "Ростелеком" и ОАО энергетики и электрификации "Мосэнерго" сконцентрирован на внутреннем сегменте (на торговый оборот в системе РТС и ММВБ приходится 75-80% всего оборота). При этом ММВБ занимает лидирующие позиции (45-65% оборота), а распределение оставшейся части рынка между Лондоном и системой РТС осуществляется примерно в равной пропорции (по 15-25%).

¹⁰ Лондонская фондовая биржа является признанным мировым фондовым центром и организует торговлю практически по всем российским депозитарным распискам, следовательно, торговый процесс на этой бирже несет большой поток информации относительно российских участников. В дальнейшем при обращении к зарубежным системам торговли депозитарными расписками на акции российских эмитентов мы будем использовать данные Лондонской фондовой биржи.

**Распределение торговой активности по акциям
крупнейших эмитентов между пулами ликвидности**

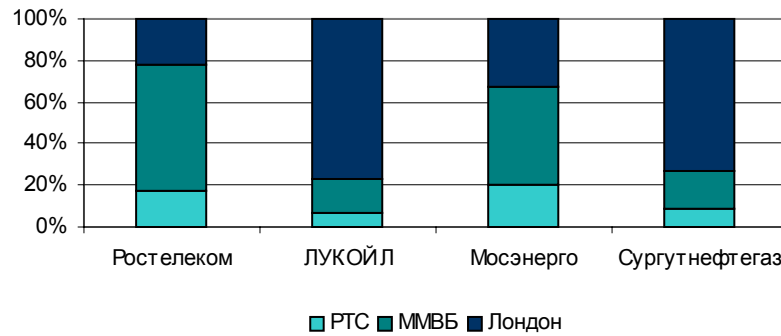


Рис.3

Таким образом, ценообразование по каждой из рассматриваемых ценных бумаг происходит на трех биржах, распределяющих между собой спрос и предложение по этим бумагам в неравновесной пропорции. Это означает, что теоретически динамика цен на акции ОАО "Нефтяная компания ЛУКОЙЛ" и ОАО "Нефтяная компания "Сургутнефтегаз" должна определяться в большей степени ситуацией на ЛФБ, в то время для акций ОАО Междугородной и международной электрической связи "Ростелеком" и ОАО энергетики и электрификации "Мосэнерго" относительно большую значимость должны иметь информационные потоки, поступающие со стороны ММВБ. Это позволяет сделать вывод о том, что наличие информационной асимметрии, то есть разного объема раскрываемой информации и форм ее предоставления фондовыми биржами является фактором, усиливающим фрагментарность фондового рынка России.

Исследование вопроса достижения равновесного состояния в условиях фрагментарности в трудах представителей неоклассической школы – Вальраса и Маршалла и их последователей основывается исключительно на представлении о том, что рынки участвуют в ценообразовательном процессе в равной степени. Это означает, что любые изменения стоимости актива на одном рынке немедленно воплощаются в ценах на этот же актив на остальных рынках.

Условием информационной симметрии становится наличие информационных связей между рынками и возможностей беззатратных межрыночных сделок. *«Применяя экономическую теорию к практике, часто трудно установить, в какой степени на колебания предложения и спроса в каком-нибудь одном месте влияют на их колебания в другом. Очевидно, что общая тенденция развития телеграфа, печатного станка и парового транспорта должна расширить сферу, на которую распространяются такие влияния, и увеличить их силу¹¹».*

На практике же чаще всего ценовой сигнал, поступающий с одного рынка, может иметь большую значимость для участников, чем ценовой сигнал с другого рынка. Таким образом, разработка регулятивных мероприятий в отношении российского фондового рынка должна учитывать наличие информационной асимметрии между торговыми центрами.

Анализ информационной асимметрии на российском фондовом рынке

Информационную значимость каждой фондовой биржи в ценообразовании можно проследить с помощью эконометрических методов анализа временных рядов цен по конкретной ценной бумаге на разных рынках, взятых за один и тот же период времени.

В качестве базы для анализа используются данные по ценам закрытия обыкновенных акций ОАО Междугородной и международной электрической связи "Ростелеком", ОАО энергетики и электрификации "Мосэнерго", ОАО "Нефтяная компания "Сургутнефтегаз" и ОАО "Нефтяная компания ЛУКОЙЛ" в системах ММВБ, РТС и ценам закрытия ADR на акции этих эмитентов в системе Лондонской фондовой биржи. В целях сопоставимости полученных данных, их значения берутся за период с 3.05.01. – начала регулярной публикации котировок и цен заключения сделок с российскими ADR в Лондоне - по настоящее время (02.08.02). Данные по ценам заключения сделки в системе ММВБ переводятся в долларовой эквивалент по официальному курсу доллара США, установленного ЦБ РФ на день проведения торгов. Тестирование согласованности движения цен на каждой фондовой бирже проводится с помощью модели Гранжера¹² и преследует задачу выделения фондовых бирж, доминирующих в процессах ценообразования, то есть информация, поступающая с которых имеет первоочередное значение для участников.

Модель Гранжера широко используется для оценки причинной связи между временными рядами. Сама модель была представлена в трудах Гранжера в 1969 году и с тех пор получала широкое применение во всех областях научных знаний. Это универсальный метод был адаптирован к анализу взаимозависимости движения цен на фондовые активы¹³ и широко использовался представителями эконометрической школы для оценки влияния информационных потоков между рынками акций местных предприятий и зарубежными рынками, торгующими депозитарными расписками на эти акции на динамику цен этих акций на каждой бирже. Данная модель позволяет количественно определить вклад каждого рынка в ценообразовательный процесс путем оценки скорости, с которой цены одного рынка выравниваются по отношению к сигналу, поступающему с другого рынка.

Результаты анализа рынка акций ОАО "Нефтяная компания ЛУКОЙЛ", ОАО "Нефтяная компания "Сургутнефтегаз", ОАО Междугородной и международной электрической связи "Ростелеком" и ОАО энергетики и электрификации "Мосэнерго" не выделяют явного доминантного рынка среди рассматриваемых бирж. Хотя прослеживается более весомое положение рынка ADR на ЛФБ относительно рынков ММВБ и РТС. Наиболее сильное влияние этот рынок оказывает на динамику бумаг ОАО энергетики и

¹¹ Маршалл А. Принципы политической экономии. М., 1983-1984 (прим. пер.), глава 1.

¹² Granger, C.W.J., (1969), Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross Spectral Method, *Econometrica*, 37, 424-438.

¹³ См., например, Richard Papedria. International cross-listing: the effect of market fragmentation and information flows, April, 2002.

электрификации "Мосэнерго". При этом рынок ММВБ в отношении данной бумаги показывает высокую зависимость ценовой динамики еще и от РТС. Данная ситуация иллюстрируется высоким уровнем волатильности цен акций ОАО энергетики и электрификации "Мосэнерго" на ММВБ – 85% (таблица 3). При этом объемы торгов акциями ОАО энергетики и электрификации "Мосэнерго" по площадкам отличаются незначительно.

Интересная ситуация складывается на рынке акций ОАО "Нефтяная компания ЛУКОЙЛ"¹⁴. Доминантными¹⁵ рынками в торговле этой бумагой выступают российские биржи с преобладающим влиянием РТС. Несмотря на то, что 76% всего объема торгов проходит через Лондонскую биржу (Таблица 2). Таким образом, подтверждается сильная восприимчивость участников рынка ценных бумаг к внутренним фундаментальным новостям, поступающим со стороны эмитентов. Информация о существенных фактах и событиях в жизни эмитентов быстрее распространяется и усваивается российскими участниками, быстрее находит выражение в ценах внутреннего рынка и именно таким образом передается на внешние рынки. С другой стороны, развитые финансовые рынки многократно превосходят российский по уровню своей ликвидности, что делает российский фондовый рынок более восприимчивым к мировой динамике в условиях заметного присутствия на внутреннем рынке крупных иностранных инвесторов.¹⁶

Можно предложить и другое объяснение наблюдаемому феномену значимости российских бирж в ценообразовательном процессе по сравнению с ЛФБ. Рынок РТС – это рынок, на котором сделки заключаются с более низкой частотой. Для того, чтобы информация, поступившая на рынок отразилась в ценах заключения сделок требуется более длительный период времени. Рынок депозитарных расписок в Лондоне, благодаря высокой частоте заключения сделок мгновенно реализует поступившую информацию в ценах, и, следовательно, требует меньшего времени на ее освоение¹⁷.

Свой вклад в процесс ценообразования, вносит и значимость информационных потоков между РТС и ММВБ. Равное участие этих двух бирж в процессе ценообразования не наблюдается ни на внешнеориентированных рынках акций российских эмитентов (ОАО "Нефтяная компания ЛУКОЙЛ", ОАО «Сургутнефтегаз»), ни на рынках ценных бумаг,

¹⁴ Применение *error correction model* в отношении рынков АDR ЛУКОЙЛа в Лондоне и рынка РТС показало, что сигнал, поступающий с рынка РТС имеет большую значимость как для первого, так и для второго рынков или другими словами рынок РТС выступает доминантным по отношению к Лондону.

¹⁵ Доминантный рынок - характеристика рынка (фондовой биржи), имеющего наибольшую значимость информационных потоков и, следовательно, определяющего движение цен на тот же актив на остальных рынках.

¹⁶ Интересно отметить, что большинство зарубежных исследователей в области ценообразования на интегрированных рынках акций собственных эмитентов и зарубежных рынках АDR на акции этих эмитентов отмечали первенство национальных рынков в определении ценовой динамики на зарубежных рынках, несмотря на то, что обороты этих бумаг в форме АDR превосходили обороты на внутреннем рынке акций (см. Joachim Grammig, Michael Melvin, and Christian Schlage Price discovery in international equity trading Department of Economics, Arizona State University, February 2001, Richard Podpiera. International Cross-Listing: The Effects of Market Fragmentation and Information Flows. Charles University and the Academy of Sciences of the Czech Republic April 2001)

¹⁷ Скорость с которой рынок одной бумаги усваивает информационный сигнал, поступающий с другого рынка, на котором организуется торговля этой же бумагой количественно определяет его зависимость от этого рынка.

торгующихся в основном на российских биржах (ОАО Междугородной и международной электрической связи "Ростелеком", ОАО энергетики и электрификации "Мосэнерго"). То есть, можно сказать, что основным торговым центром, влияющим на процесс ценообразования, является зарубежный рынок и один из внутренних рынков – ММВБ или РТС.

В итоге, фрагментарность российского фондового рынка, существующего в условиях информационной асимметрии, демонстрирует высокую волатильность, повышенную чувствительность к событиям на мировом рынке, низкий уровень ликвидности и высокие риски работы на нем его участников.

Таблица 2

Характеристика рынков ценных бумаг ведущих российских эмитентов

Период (05.03.01-02.08.02)	РТС		ММВБ		Лондон		Итого, объем торгов, млн. долл.
	Объем торгов, млн. долл.	Волатильность, %	Объем торгов, млн. долл.	Волатильность, %	Объем торгов, млн. долл.	Волатильность, %	
Ростелеком	103,10	51,12	360,46	54,40	133,45	50,87	597,01
ЛУКОЙЛ	676,35	42,45	1 509,00	42,78	7 294,00	42,85	9 479,35
Мосэнерго	155,12	49,00	353,00	84,61	247,83	52,24	755,95
Сургутнефтегаз	374,35	45,16	784,52	46,90	3 202,56	47,26	4 361,43

Как следует из таблицы 2, волатильность цен по рассматриваемым бумагам составляет 42-52%¹⁸.

Таблица 3

Сравнительная характеристика отдельных развивающихся фондовых рынков

	Капитализация, млн. долл.	Объем торгов, млн. долл.	ВВП	Волатильность ¹⁹ , %	Капитализация/ВВП, %	Прямые инвестиции	Портфельные инвестиции	Прямые инвестиции/портфельные инвестиции
Россия	114 200	33 000,0	348 000	32,75	33	13 326	4 809	2,77
Бразилия	170 800	64 606,1	492 000	32,72	35	40 620	31 864	1,27
Венгрия	11 900	4 838,1	55 000	-	21	3 000	3 400	0,88
Турция	39 700	78 268,8	188 000	48,40	21	19 622	3 341	5,8
Варшава	30 000	9 886,3	163 000	-	18	1 620	8 534	0,18

Информационная асимметрия в условиях фрагментарности фондового пространства приводит не только к повышению риска работы на нем его участников (таблица 3). Важное значение имеет то, что в условиях фрагментарности эмитенты не могут привлекать ресурсы на оптимальных условиях. То есть фрагментарность выступает одним из препятствий к выполнению рынком ценных бумаг своего основного предназначения – аккумуляции и распределение инвестиционных ресурсов на нужды развития производства.

Решение проблемы фрагментарности с точки зрения консолидации информационных потоков

¹⁸ Для сравнения, максимальная волатильность индекса Доу-Джонс за всю историю его существования составляла 37% в 1987 году.

¹⁹ Для России рассчитывается по индексу РТС, для Бразилии по индексу BOVESPA (Фондовая биржа в Сан-Паулу)

Механизм воздействия фрагментарности на способность рынка ценных бумаг привлекать и распределять инвестиционные ресурсы проявляется в отсутствии у потенциальных участников определенности в ценовой динамике и приводит к необходимости тратить дополнительные суммы средств на сбор информации и обработку информации о динамике цен на разных рынках. Издержки «правильного выбора» места направления заявки снижают общую доходность операций с ценными бумагами для инвестора. Таким образом, обеспечение полного раскрытия ценовой информации со стороны каждой биржи для конкретной ценной бумаги еще не означает решения проблемы фрагментарности. Слабым звеном информационной структуры российского рынка является отсутствие системы консолидации поступающей со стороны разных торговых центров информации.

Опасность такого состояния уже давно осознана научным обществом государств с развитыми финансовыми рынками. Значительные суммы средств тратятся на поддержание информационной структуры фрагментарного рынка в эффективном состоянии. Создается мощная компьютерная база единого национального фондового рынка. Она гарантирует объединение цен разрозненных рынков по каждой бумаге в единую лучшую котировку на покупку и продажу, содержит элементы стимулирования торговых систем к ценовой конкуренции за привлечение в свою пользу на исполнение большего потока заявок и, самое главное, включает дорогостоящие элементы контроля за операторами фондового рынка в направлении исполнения ими принципов наилучшего исполнения заявок инвесторов. Фондовый рынок США, например, с 1975 года выстраивает систему национального фондового рынка, главными элементами которой выступают 5 принципов, сводящихся к необходимости обеспечения информационной симметрии на фондовом рынке (Таблица 4).

Таблица 4

Основные принципы построения эффективной структуры фондового рынка в США²⁰

Принципы построения	Характеристика
Экономическая эффективность исполнения заявок инвесторов	Обеспечение экономически действенного механизма исполнения сделок. Национальная система торговли ценными бумагами должна обеспечить быстрое удовлетворение поступающего на рынок спроса и предложения на ценные бумаги и с как можно меньшими затратами на инвестора.
Свободная и честная конкуренция²¹	Обеспечение честной конкуренции между брокерами-дилерами, биржами и внебиржевыми системами. Все участники рынка: брокеры, дилеры, инвесторы и организаторы торгов должны быть поставлены в равные условия и не иметь преимуществ друг по отношению к другу.
Прозрачность цен	Обеспечение доступа инвесторов и профессиональных участников к информации о котировках и ценах исполнения сделок. Должен быть организован равный доступ к одному и тому же объему информации в одно и то же время для всех участников.
Лучшее исполнение заявок	Обеспечение исполнения заказа инвестора на покупку или продажу ценных бумаг на тех рынках, где формируется самая лучшая цена для данной сделки.
Обеспечение исполнения заявок инвесторов без участия дилера	Обеспечение наиболее полного взаимодействия спроса и предложения в форме потока заявок инвесторов для установления справедливой равновесной цены.

²⁰ Securities Act Amendments of 1975, H.R. Rep. No.94-229, at 91 (1975), section 11-A

²¹ Предусматривается, что национальная система фондового рынка должна обеспечить справедливую конкуренцию между брокерами и дилерами, организаторами торгов и биржами (Section 11A(a)(1)(C)(ii) of the Exchange Act). Конкурентная среда должна стимулировать профессиональных участников – посредников к перераспределению на себя большего риска.

В России вопросам стандартизации форм и способов передачи биржевой информации уделяется все большее внимание. Состав требований к полноте раскрываемой информации и форме ее предоставления в дальнейшем будет зависеть от учета различий в механизмах торговли и, соответственно, разных возможностей для раскрытия предторговой и послеторговой информации каждой торговой системы (таблица 5).

Таблица 5

Зависимость информационной прозрачности рынка от типа торговых систем на российском фондовом рынке

Тип торгового механизма	Влияние механизма торговли на		
	Предторговую «прозрачность»	Послеторговую «прозрачность»	Порядок взаимодействия между заявками
Электронный аукцион (ММВБ, региональные валютные биржи, региональные фондовые биржи)	Процесс торговли подразумевает более полное раскрытие информации о ценах, по которым предполагается заключение сделок, так как исключается возможность договорных отношений и появления новых цен вне системы	Обычно осуществляется сразу после удовлетворения заявок	Прямое взаимодействие между заявками на покупку и продажу бумаг
Дилерский рынок (РТС)	Содержит возможности снижения уровня раскрываемой предторговой информации без соответствующих требований регулирующих органов. Предварительные цены спроса и предложения поступают не со стороны рядовых участников, а со стороны дилеров, реальная цена сделки в границах выставленной котировки – предмет договорных отношений	Зависит от того, регистрируется ли сделка на бирже или заключается через участников рынка напрямую	Включает возможность ограничения потока заявок от широкого взаимодействия в процессе ценообразования на рынке
Кроссинг (внебиржевой рынок)	Полное отсутствие стимулов к раскрытию информации о ценах. На первое место ставится такое качество системы как анонимность. Цены принимаются в готовом виде со стороны ведущих биржевых площадок	Особенности торгового механизма не содержат никаких оснований для раскрытия информации о ценах заключения сделок	Перетягивает на себя часть торговой активности, способной участвовать в ценообразовательном процессе

Последним нововведением в области регулирования деятельности по раскрытию информации со стороны организаторов торговли стало Постановление ФКЦБ от 4 января 2002 года № 1-пс, утвердившее Положение о Требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг (п.6). Данным Положением устанавливается порядок и набор обязательных к раскрытию элементов биржевой информации по отношению к трем категориям заинтересованных лиц: широкому кругу участников, профессиональным участникам и самой ФКЦБ. Однако практически не уделяется внимание вопросам ее консолидации в условиях полицентричности торговой системы.

Мировой практике известны 3 существенных условия консолидации информации в условиях множественности организаторов торговли²²:

1. Принцип идентичности требований по раскрытию торговой информации относительно инструментов одного класса независимо от места торговли данным инструментом;
2. Принцип согласованности политик отдельных ведомств, в случае если торговля данным инструментом находится в пределах разных юрисдикций;
3. Принцип обязательности обеспечения предварительной консолидации информации, поступающей из разных торговых систем относительно данного инструмента перед ее распространением конечному пользователю (или распространения информации таким

образом, чтобы она представляла возможности быстрой и удобной консолидации ее самими пользователями).

Консолидация информации в российских условиях будет означать использование принципов стандартизации предоставляемой информации и обеспечение равных возможностей доступа к ней представителей одной категории участников, то есть создание условий, при которых участник затрачивал бы равные усилия на получение информации от разных торговых систем.

Вопрос повышения уровня консолидации торговой информации исторически имеет две возможности своего решения – рыночный и регулятивный. Рыночный путь связан с широким внедрением нового типа посредников – информационных агентств, выкупающих информацию у организаторов торговли и перепродающих ее конечным потребителям. Данная система будет эффективна только в том случае, если на рынке сложилось устойчивое равновесие между интересами информационных агентств, организаторов торговли и непосредственными участниками рынка. Путь государственного регулирования связан с жестким определением параметров, сроков и способов предоставления информации к каждой торговой системе без учета ее технологических особенностей. На данный момент последний способ регулирования информационной прозрачности в условиях особых форм существования фрагментарности на российском рынке не представляется возможным.

- Во-первых, в общем случае, значимость общественно доступной информации зависит от доли, которую занимают розничные инвесторы на фондовом рынке (Таблица 6)

Таблица 6

Различия моделей регулирования информационной прозрачности по странам с различной долей розничных инвесторов

Высокая доля розничных инвесторов	Средняя доля розничных инвесторов	Низкая доля розничных инвесторов
США: демонстрируют наиболее высокую степень государственного регулирования процессов раскрытия информации Т.н. «effective transaction reporting plan», являющийся составной частью выстраиваемой системы единого национального фондового рынка США предполагает, что любая сделка, заключаемая в рамках любого типа организатора торгов является объектом для раскрытия информации со стороны указанного организатора. Причем набор показателей, на основе которых дается информация о сделке по каждой бумаге является стандартизированным.	Канада: абсолютно консолидированной является информация, поступающая со стороны ATS. – электронных торговых площадок, наиболее приспособленных к передаче и распространению информации. Традиционные торговые площадки пока что объединены при помощи нескольких информационных агентств, не выполняющих консолидирующую функцию. В будущем предполагается, что единая степень консолидации будет распространяться и на традиционные фондовые биржи.	Германия: децентрализованная модель раскрытия информации. Ответственными за полноту и своевременность раскрытия информации признаются ведущие биржи, по которым происходит наибольший торговый оборот по конкретной бумаге. Акцент делается на обеспечение широкой доступности предоставляемой информации за счет электронных систем связи и многочисленных биржевых объединений.

В условиях низколиквидного рынка, растущей конкуренции и ориентации на розничного инвестора с низкими размерами лотов и расчетами в рублях организаторы торгов сами станут лучшими проводниками идеи предоставления широкой общественности более полного объема до и послеторговой биржевой информации.

²² Transparency and market fragmentation. Report from the Technical Committee of the International Organization of securities Comissions (IOSCO), November 2001 (www.iosco.com)

- Во-вторых, основной источник доходов российских бирж – плата за исполнение каждой сделки в условиях конкуренции будет снижаться²³. На фоне усиления процессов коммерциализации торговых систем, альтернативой снижению доходов от основного вида деятельности может стать плата за обеспечение доступа к информации ими производимой.

Российская концепция рынка информационных услуг

Важность поддержания информационной симметрии на фондовом рынке осознается всеми участниками рынка финансово-экономической информации. Начиная с 1999 года ведутся переговоры о создании централизованного рынка информационных услуг на базе Саморегулируемых организаций (СРО). Ведущие информационные агентства и крупнейшие фондовые биржи России выступили с инициативой создания Ассоциации распространителей финансово-экономической информации (АРФЭИ), объединяющей наиболее активных участников рынка финансово-экономической информации²⁴. Согласно Уставу, «АРФЭИ призвана способствовать повышению информационной прозрачности и инвестиционной привлекательности российского финансового рынка, создавать условия для справедливой и добросовестной конкуренции на рынке финансовой и экономической информации». АРФЭИ занимается своего рода лицензированием услуг информационных агентств, желающих выступить в качестве официальных информационных партнеров организаторов торговли. При этом ведущие российские биржи передают информацию о ходе торгов и напрямую через свои Интернет-сайты. Однако применим ли рыночный вариант консолидации информационных потоков на российском рынке в чистом виде?

Высокая доля внебиржевого оборота делает целесообразным задействование в процессах раскрытия информации профессиональных участников - брокеров и дилеров, например, в порядке обязательной отчетности об объемах и ценах заключения сделок в течение одного дня перед саморегулируемыми организациями, членами которых они являются. Допустимо также оставить функцию консолидации поступающей информации за этими организациями. С другой стороны, возможность проведения сделок без регистрации договора купли – продажи в системе фондовой биржи (например, в порядке двустороннего

²³ За второе полугодие 2001 – первое полугодие 2002 годы отмечались следующие факты снижения биржевых комиссий:

МФБ, в ответ на совместную акцию ФБ СП и СПВБ заявила о готовности снижать биржевые и депозитарные издержки по работе с акциями Комиссия на бирже была понижена с 0,05% до 0,01% от объемов сделки, что соответствует уровню издержек на ММВБ.

ММВБ меняет тарифную политику. До 12 августа 2002 года размер комиссии в фондовой секции ММВБ находился в диапазоне – 0,035-0,1% в зависимости от вида бумаг и срока погашения. В настоящий момент комиссия снижена до средних 0,015% практически на всех сегментах (в том числе в области валютного рынка).

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. Это позволило довести долю оборота акциями Газпрома в системе РТС-ФБ Санкт – Петербург – Газпромбанк с 15 до 80% оборота всего рынка этих акций

²⁴ Членами АРФЭИ, которая является открытой для всех участников рынка, сегодня являются биржевые площадки: ММВБ, МФБ, РТС, а также информационные агентства: СQG, АК&М, Интерфакс, МФД-ИнфоЦентр, Прайм-ТАСС, а также со статусом наблюдателя агентство Рейтер

заклучения сделок между дилерами в системе РТС) требует сопоставления данных об объемах всех совершенных сделок, зарегистрированных торговой системой биржи и информации о количестве переведенных средств и ценных бумаг за тот же период стороны клиринговой и депозитарной систем.

Модель централизованного рынка информационного услуг в условиях фрагментарности фондового рынка должна строиться на широком вовлечении в процессы раскрытия информации всего сообщества профессиональных участников. Ядро этой структуры могли бы составлять фондовые биржи, консолидирующие биржевую информацию на основе единой стратегии развиваемой саморегулируемыми организациями. Государство на первых этапах может обеспечить лишь рамочный набор минимально необходимых объемов раскрытия информации и разработать общие принципы существования гибкого механизма распределения информационных потоков между рынками в сторону большей симметрии.