

Федеральное государственное образовательное бюджетное
учреждение высшего профессионального образования

**«Финансовый Университет при Правительстве Российской
Федерации»**

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

*«Допускаю к защите»
Заведующий кафедрой
д.э.н., профессор Б.Б Рубцов*

« ____ » _____ 201__ г.

Выпускная квалификационная (дипломная) работа

Шиловой Юлии Олеговны

на тему:

**«Современные тенденции развития биржевых институтов в мире.
Интеграция бирж как основной фактор конкуренции торговых
систем»**

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:
к.э.н., доцент Адамова К. Р.

(подпись автора работы)

Москва – 2012

Содержание

Введение	3
1 Характерные черты и особенности процессов консолидации на биржевом рынке.....	9
1.1 Сущность и тенденции функционирования бирж	9
1.2 Сущность интеграционных процессов в экономике и их этапы	20
1.3 Особенности процессов консолидации в биржевой среде.....	26
2 Процессы консолидации бирж в ведущих странах мира	31
2.1 Интеграция национальных бирж.....	31
2.1.1 Консолидация бирж США.....	32
2.1.2 Консолидация фондовых бирж в Японии.....	36
2.1.3 Консолидация биржевых площадок в Канаде	38
2.1.4 Процессы консолидации фондовых площадок в Великобритании.....	39
2.1.5 Процессы консолидации фондовых площадок Франции.....	42
2.1.6 Консолидационные процессы в Германии.....	43
2.2 Трансграничное взаимодействие фондовых бирж развитых стран	45
2.2.1 Образование группы NYSE Euronext	45
2.2.2 Формирование группы NASDAQ OMX.....	52
2.3 Глобализация финансовых рынков развитых стран	54
3 Основные особенности консолидации фондовых рынков развивающихся стран.....	64
3.1 Процесс консолидации бирж в странах БРИКС	65
3.2 Особенности процессов консолидации в странах СНГ	73
3.3 Интеграция на национальном уровне в Российской Федерации. Слияние бирж ММВБ и РТС.....	83
Заключение.....	92
Список использованной литературы	96

Введение

В последнее время появляется огромное количество финансовой литературы на тему исследования фондового рынка. Данные труды уже не создаются для узкой группы читателей — экономистов, а становятся в определённом смысле публицистическими, направленными на покорение масс. Достаточно привести в пример таких учёных, как Роберт Хэгстром, Джордж Сорос. Итак, исследования закономерностей и разнообразных процессов, происходящих на фондовом рынке, актуальны, как никогда. Хотелось бы отметить, что в России фондовый рынок начал активно восстанавливаться после кризиса. Это связано это во многом с тревожными событиями кризиса 2008 года, когда действительно стало понятно, что фондовый рынок — не игрушка для избранных и не способ быстрого обогащения, а сложный, многофункциональный инструмент, главной функцией которого является мобилизация и перелив капитала¹.

Также в ходе кризиса стало очевидно, что растущий объём рынка производных инструментов, наиболее рискованных вложений, является бомбой замедленного действия для любого рынка, как развитого, так и развивающегося.

Финансовый кризис 2008 года оказал существенное влияние на финансовый рынок в целом. Мировой рынок до сих пор ощущает последствия этого события. Согласно отчёту Всемирной Федерации Бирж (WFE) в конце 2011 года мировая капитализация рынка акций снизилась по сравнению с 2010 годом на 13,6% и достигла значения 47 трлн. долларов США, таким образом, вернувшись к уровню 2009 года. При этом стоит отметить, что в 2007 году она составляла 63 трлн. долларов США. Годовой оборот по электронным торгам уже три года не меняется и составляет 63

¹ Архипов, А.И. Экономика. Учебник для ВУЗов (изд:3) / А.И. Архипов, А.К.Большаков. - М. : Проспект, 2009. - 709 с. - ISBN5-3920-0361-3.

трлн. долларов США. При этом падение капитализации характерно для всех регионов: -15,9% в азиатском (в основном за счёт индийских бирж - 38% капитализации), -15,2% в Европе и на Среднем Востоке, -10,8% в Америке (это связано с успешными показателями группы NYSE Euronext), что можно увидеть в таблице 1.

Таблица 1 - Капитализация рынков акций по регионам²

Регион	Млрд. долларов	Млрд. долларов	% изменение
	Конец 2011	Конец 2010	долларов
Америка	19709	22173	-10,00%
Азия и Океания	14670	17435	-15,90%
Европа, Африка и Средний Восток	12942	15254	-15,20%
Всего	47401	54862	-13,60%

На рынке деривативов ситуация полностью противоположна. Количество торгуемых биржевых контрактов увеличилось на 8,9% и достигло 18,5 млрд. контрактов. В таблице 2 представлены объёмы срочных контрактов в зависимости от типа.

Таблица 2 - Количество торгуемых срочных контрактов³

Вид контракта	2011 г, в млн. долларов	2011/2010
Фондовые деривативы	14145	9,40%
Процентные деривативы	3230	6,60%
Товарные деривативы	1123	Нет данных

Рынок облигаций также показывает устойчивую тенденцию к росту (+35,5% к уровню 2010 года) и годовой оборот приблизился к отметке 32,5 трлн. долларов США (подробную разбивку по регионам можно увидеть в

² 2011 WFEMarketHighlights, WFE. - Электрон.дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2011%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>, свободный. - Размещ. 19/01/12.

³ 2011 WFEMarketHighlights, WFE. - Электрон.дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2011%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>, свободный. - Размещ. 19/01/12.

Таблице 3). Данное число показывает, что участники не хотят брать на себя большие риски, в связи с неблагоприятной ситуацией на рынках капитала.

Таблица 3 - Оборот по рынку облигаций по регионам.⁴

Регион	Млрд. долларов	Млрд. долларов	% изменение
	2011	2010	Долларов
Америка	1183	1351	-12,40%
Азия и Океания	1004	754	33,2%
Европа, Африка и Средний Восток	30369	21916	38,60%
Всего	32556	24021	35,5%

Интересен также инструмент ETF⁵ (биржевые фонды), который особенно популярен на американском континенте (87% всех продуктов данного типа торгуются именно в США и Канаде, что подтверждает Таблица 4). Оборот по данному инструменту увеличился на 14% и достиг значения 10,3 трлн. долларов США. В России аналога данного продукта пока не существует, но в скором времени планируется запуск первого в стране ETF на акции золотодобывающих компаний на объединённой бирже «ММВБ-РТС». На данном этапе главным препятствием является отсутствие специализированного законодательства.⁶

Таблица 4 - Объёмы торгов ETF по регионам.⁷

Регион	2011, млрд. долларов	2010, млрд. долларов	% изменение
Америка	9019	8609	4,8%
Азия и Океания	335	263	27,4%
Европа, Африка и Средний Восток	996	753	32,3%
Всего	10350	9625	7,5%

⁴ 2011 WFEMarketHighlights, WFE. - Электрон.дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2011%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>, свободный. - Размещ. 19/01/12.

⁵ Иванов, П. Доступная Бета или ETF – инструмент, который удобен для всех / П. Иванов // Биржевое обозрение. - М., 2009. - № 8 (68). - С. 12-14.

⁶ Вержбицкий, А. Бывший чиновник Минфина Андрей Вавилов создаёт золотой фонд / А. Вержбицкий // РБК daily. - М., 2012. - 5 апреля. - С. 1.

⁷ 2011 WFEMarketHighlights, WFE. - Электрон.дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2011%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>, свободный. - Размещ. 19/01/12.

Итак, ситуация на фондовом рынке в целом неблагоприятна. Причём на современном этапе сложилась определённая архитектура институтов фондового рынка. Десятка бирж с наибольшей капитализацией заметно опережает остальные биржи по многим показателям. Поэтому как никогда актуален вопрос конкуренции бирж между собой.

В своей работе я затрону важнейшие тенденции глобализации развития бирж, основное внимание уделив вопросу консолидации бирж в мире, как на национальном, так и на трансграничном уровне. Структура моей работы подчёркивает фактор конкуренции, противопоставляя биржи развитых стран и стран развивающихся. В качестве примера, можно привести исследование инвестиционной группы Bespoke, в котором рассматривается изменение доли в мировой капитализации развивающихся стран за последние 5 лет. Проиллюстрируем выводы с помощью Таблицы 5, где описаны доли стран в процентах от мировой капитализации.

Таблица 5 — Капитализация рынков акций в разных странах (доли, в %) ⁸

Страна	2006	2011	Изменение доли
США	36,05	29,14	-6,91
Китай	1,36	7,87	6,51
Великобритания	7,76	6,43	-1,33
Гонконг	2,98	4,88	1,9
Франция	4,95	3,33	-1,62
Германия	3,35	2,80	-0,55
Индия	1,43	2,77	1,34
Бразилия	1,34	2,72	1,38
Швейцария	2,41	2,44	0,03
Испания	1,75	1,26	-0,49
Италия	2,10	1,10	-1

⁸ Percentage of World Market Cap, Bespoke Invest weekly newsletter. - Электрон. Дан.- Режим доступа: <http://www.bespokeinvest.com/thinkbig/2011/8/22/percentage-of-world-market-cap.html>, свободный.- Размещ. 22.08.2011

Таким образом, можно увидеть, что значительно увеличилась доля Китая, Гонконга, Индии, Бразилии — развивающихся стран, при этом заметно сократилась доля США, Италии, Испании, Германии, Франции, Великобритании. Данная тенденция говорит о растущем влиянии стран БРИКС на мировой фондовый рынок и о повышении конкуренции не только на национальном, но именно на трансграничном уровне. Если лет 10 назад биржи всё ещё конкурировали в рамках одного региона, то сейчас, с введением электронной торговли конкуренция перешла на новый уровень, что и является главным двигателем консолидации. Чтобы выжить, биржи вынуждены объединять усилия.

Цель данной работы — определить основные тенденции процессов консолидации бирж на современном этапе. Чтобы достичь поставленной цели необходимо описать теоретические основы функционирования бирж, определить основные задачи их деятельности, рассказать о тенденциях их развития. На практическом этапе будут описаны определённые интеграционные процессы, происходящие на биржах разных стран. Первая глава включает теоретические основы, вторая — рассматривает современную архитектуру бирж развитых стран, её становление и самые значимые сделки, третья, в свою очередь, рассказывает о развивающихся странах, рассматривает сотрудничество в рамках стран БРИКС и СНГ, затрагивает недавнюю знаковую для России сделку слияния бирж ММВБ и РТС.

Информационной базы для данной работы послужили книги по теории финансового рынка многих российских авторов (определение биржи как института фондового рынка, её функции), исследования тенденций развития биржевых институтов в мире, а также история развития бирж в развитых странах была почерпнута из иностранных

источников, описания процессов слияния и поглощения, современной
состояние финансового рынка основываются на многочисленных статьях
из периодических изданий, как на русском, так и на английском языке,
потому что никаких монографий, отражающих ситуацию в реальном
времени не существует на сегодняшний день.

1 Характерные черты и особенности процессов консолидации на биржевом рынке

1.1 Сущность и тенденции функционирования бирж

В современной экономике фондовый рынок как сегмент финансового рынка приобретает всё большее значение как механизм свободного, но всё же регулируемого перелива капитала в наиболее эффективные отрасли экономики⁹. **Рынок ценных бумаг** - сложная система, состоящая из взаимосвязанных элементов, важнейшим из которых являются определённые финансовые институты, функционирующие на данном рынке.

Следовательно, основополагающим фактором развития фондового рынка является такой значимый его институт, как фондовая биржа. Ведь с развитием процесса финансовой глобализации именно фондовые биржи должны максимально отражать характеристики нового рынка, сохраняя свою конкурентоспособность.

Существует огромное количество определений термина фондовая биржа, данное разными экономистами на определённых этапах развития фондового рынка, остановимся на современных определениях, данных ведущими экономистами:

Фондовая биржа – организация, предметом деятельности которой является обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен и распространение информации о них, поддержание высокого уровня профессионализма участников рынка ценных бумаг.¹⁰

⁹ Фондовый рынок: учеб.пособие для высших учебных заведений экономического профиля / Н. И. Берзон [и др.] - М.: Вита-Пресс, 2009. - 16 с. - ISBN 978-5-7755-1621-5.

¹⁰ Лялин В. А. Рынок ценных бумаг: учебник / В. А. Лялин, П. В. Воробьёв. - М.:Прспект, 2011. - 340 с. - ISBN 978-5-392-01277-0.

Фондовая биржа – это определенным образом организованный рынок, на котором владельцы ценных бумаг совершают через членов биржи, выступающих в качестве посредников, сделки купли — продажи.¹¹

Таким образом, в отечественной литературе преобладает определение биржи, как организации, способствующей заключению сделок с помощью посредников – профессиональных участников. Также делается упор на стандартизированность инструментов, обращающихся на бирже и высокие требования к членам.

Отражение данных определений можно увидеть и в законодательстве. **Фондовой биржей**, согласно федеральному закону «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ, признаётся организатор торговли на рынке ценных бумаг, отвечающий определённым требованиям (организационно-правовая форма, требования к структуре капитала, членам, совмещению данного вида деятельности с другими видами деятельности на рынке ценных бумаг и т.д.).¹²

Западные же экономисты большее внимание уделяют функционированию данного института, но всё же во всех определениях говорится о жёстких регулятивных требованиях.

У фондовой биржи, как и у любого другого инфраструктурного института, есть определённый перечень задач. Он определяется с одной стороны, местом, которое фондовая биржа занимает как участник рынка ценных бумаг, а с другой стороны, как организатор торговли на этом рынке.

Основной задачей фондовой биржи, как видно из определения, является централизация торгов.¹³ При этом принципиальное отличие

¹¹ Чалдаева, Л. К вопросу об определении понятия «фондовая биржа» / Л. Чалдаева // Фондовый бизнес — М., 2002 - №1. - С.17.

¹² О рынке ценных бумаг : федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 30 нояб. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

¹³ Рынок ценных бумаг: учебник / Под редакцией Жукова Е.Ф. - М.: WoltersKluwer, 2010. - 129-131 с. - ISBN 978-5-466-00415-1.

биржевого рынка – необходимость соблюдения участниками твёрдых правил. При чём, по мере усовершенствования систем торгов, постепенной замены открытых торгов электронными, требования к участникам, к раскрываемой ими информации всё более ужесточаются.

Второй задачей фондовой биржи является выявление равновесной и максимально справедливой цены на все обращающиеся на ней инструменты. Во многом эта задача становится достижимой, потому что биржа организует взаимодействие большого количества продавцов и покупателей, тем самым уменьшая вероятность нерациональной оценки (хотя всё же существуют определённые погрешности, связанные с поведением инвесторов, описанные в многочисленных теориях, например, теория когнитивной ошибки и т.д.). Также биржа обеспечивает мониторинг инструментов, распространение информации, необходимой для оценки ценных бумаг того или иного эмитента, показывает сложившийся спрос и предложение на рынке.

Третья задача биржи – аккумуляция временно свободных денежных средств и их максимально эффективное перераспределение.¹⁴ Таким образом, биржа выступает в качестве посредника между эмитентами и инвесторами, а также поддерживает ликвидность ценных бумаг.

Четвёртой задачей является обеспечение гласности торгов¹⁵, то есть участники должны быть осведомлены о рисках, получать только достоверную информацию, причём для всех данная информация должна быть одинакова (одна из основных проблем развивающихся рынков ценных бумаг и российского в частности – инсайдерская торговля, которая подрывает устои справедливой торговли).

¹⁴ Галанов, В. А. Рынок ценных бумаг / В. А. Галанов, А. И. Басов. - М.: Финансы и статистика, 2004. - 130 с. - ISBN 5-279-02170-9.

¹⁵ Ценные бумаги. Учебник / Под редакцией В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. - М. : Финансы и статистика, 2002. - 150 с. - ISBN 5-279-02096-6.

Пятая задача предполагает обеспечение биржей арбитража. Под арбитражем в данном случае понимается механизм разрешения споров, конфликтов интересов. Практически на всех современных биржах созданы специальные арбитражные комиссии, состоящие из независимых лиц с соответствующим опытом как ведения биржевой торговли и разрешения споров, способных принять объективное, непредвзятое решение. Для усиления значимости данной комиссии часто придают статус третейского суда, и тогда решение носит не рекомендательный, а обязательный для исполнения характер.

Шестой, но не менее важной задачей фондовой биржи является обеспечение бесперебойного функционирования системы гарантий исполнения сделок.¹⁶ Это достигается тем, что биржа тщательно выбирает бумаги, которые на ней котируются, к обращению допускаются только бумаги, которые прошли листинг, следовательно, соответствуют определённым установленным требованиям. По своему инвестиционному качеству и рискам, которые они несут, бумаги делятся на несколько групп, информируя инвестора о соотношении риска и доходности (как известно, чем выше риск, тем выше доходность).

Седьмой задачей является разработка этических стандартов и кодекса поведения участников торгов, специальных деловых правил для биржевых торгов. В правилах должны оговариваться существенные условия торгов, специфические термины и квалификационные требования к участникам.

Также биржа может выполнять функции СРО¹⁷, а именно: устанавливать правила торговли, осуществлять надзор и контроль их

¹⁶ Резго, Г. Я. Биржевое дело / Г. Я. Резго, И. А. Котова. - М. : Финансы и статистика, Инфра-М, 2009.- 26 с. - ISBN 978-5-279-03404-8.

¹⁷ Aggarwal, R. Demutualization and corporate governance of stock exchanges / R. Aggarwal // Journal of applied corporate finance. - 2002. - №1 (15). - 105 – 113 с.

исполнения, предотвращать манипулирование ценами, устанавливать правила членства, применять определённые санкции при нарушении.

Финансовая глобализация не оставила без изменения и архитектуру рынка ценных бумаг. Для того чтобы поддержать свою конкурентоспособность биржи должны усовершенствоваться, проводить более сложные технические операции, обеспечивать более безопасную для инвесторов торговлю, переходить на более сложные и унифицированные инструменты.

Именно с данными целями связаны следующие тенденции, характерные для биржевого рынка в целом.

Главной тенденцией развития биржевого рынка стала так называемая коммерциализация и инкорпорация (в английском варианте «demutualization») бирж, то есть процесс преобразования организационно-правовой формы бирж из некоммерческих организаций в коммерческие¹⁸. Данная тенденция основана во многом на том, что биржа как некоммерческая организация уже не может нести на себе издержки по внедрению новых технологий, усовершенствованию техники ведения операций, увеличению качества и количества торгуемых инструментов.

Коммерциализация – это процесс перехода от понимания биржи как неприбыльной, некоммерческой организации, находящейся в собственности членов, к пониманию биржи как коммерческой организации, находящейся в собственности акционеров.¹⁹

На следующей схеме можно увидеть пять уровней коммерциализации бирж:

¹⁸ Marek, T.M. Stock Exchange M&A, FDI & Demutualization: industrial organization changes to the better or to the worse? / T. M. Marek, P. R. Haisse. // Paper for presentation at the 8th Global Conference on Business and Economics. - Florence, Italy, 2008. - 2 с. - ISBN : 978-0-9742114-5-9.

¹⁹ Миркин, Я. М. Фондовые биржи в России: стать коммерческими чтобы выжить? / Я. М. Миркин // Рынок ценных бумаг. – М., 2000 - №10 — С. 45-50.

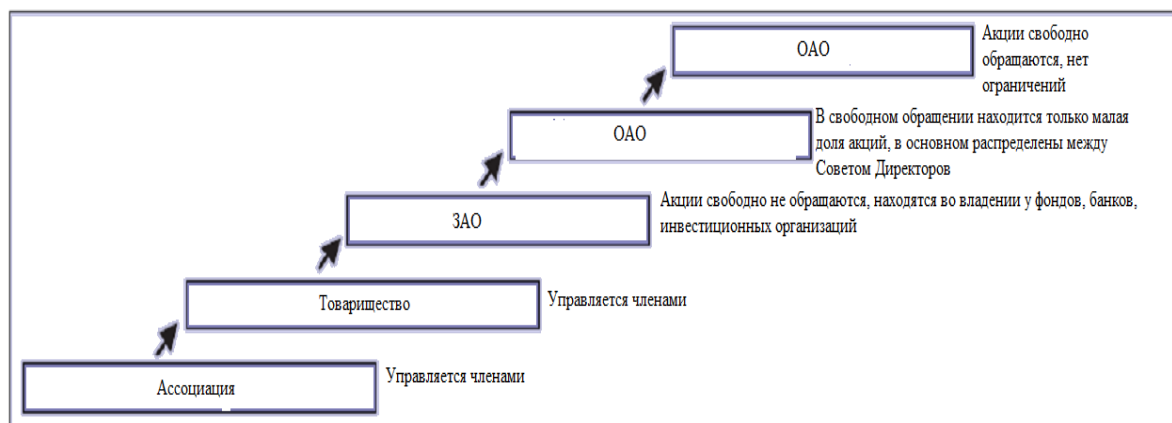


Рисунок 1.1 — Процесс коммерциализации бирж.²⁰

Биржи могут создаваться в форме ассоциаций (США), акционерных обществ (Великобритания, Япония) или действовать как публично-правовой (с долей государственной собственности) институт (Франция).²¹

Около 70% бирж развитых стран зарегистрировано в качестве компаний, на втором месте по популярности – ассоциация (16%) и на другие формы собственности приходится всего 14%. Причём в другую форму собственности как раз включаются фондовые биржи, находящиеся в собственности государства или регулируемые специальными правовыми актами. В Южной Америке же около 60% бирж приходится на ассоциации, что не отражает тенденции других регионов.

Изменение организационно-правовой формы биржи способствует и улучшению и расширению структуры управления фондовой биржи путём допуска сторонних собственников в качестве оппонентов, внутренних собственников, которые представлены совладельцами биржи. Сторонний совладелец (партнёр либо акционер) имеет большую мотивацию инвестирования, чем внутренний член. Результаты последних исследований биржевого управления доказывают, что участие в управлении других организаций позволяет достичь большей

²⁰ Marek, T.M. Stock Exchange M&A, FDI & Demutualization: industrial organization changes to the better or to the worse? / T. M. Marek, P. R. Haisse. // Paper for presentation at the 8th Global Conference on Business and Economics. - Florence, Italy, 2008. - 14 с. - ISBN : 978-0-9742114-5-9.

²¹ Рынок ценных бумаг: учебник / Под редакцией Жукова Е.Ф. - М.: WoltersKluwer, 2010. - 132 с. - ISBN 978-5-466-00415-1.

эффективности. Это особенно важно в условиях жесткой конкурентной среды.

Следовательно, необходимость поиска нового капитала и создание эффективной управленческой политики стимулирует процесс преобразования статуса и инкорпорирования биржевых структур.

Родоначальником данной тенденции среди фондовых бирж была Стокгольмская фондовая биржа, учредители и члены которой стали её акционерами в 1993 году. Австралийская фондовая биржа была одной из первых бирж, которая вывела свои акции в публичное обращение. Но наиболее полно тенденция проявилась в начале 2000ых годов, когда её подхватили ведущие биржи (например, LIFFE, NYMEX, Deutsche Boerse). Toronto Stock Exchange стала коммерческой организацией в 2000-ом году, а её материнская компания — TSX Group в 2002-ом. В Азии Сингапурская биржа является акционерным обществом. Но есть и исключения из общей тенденции: фондовая биржа Токио является закрытым акционерным обществом, а Шанхайская фондовая биржа до сих пор является некоммерческой организацией, управляемой комиссией по ценным бумагам Китая. В США среди срочных бирж, одной из первых коммерческой организацией стала Чикагская товарная биржа в 2000-м году, а в 2003 её акции стали котироваться на Нью-Йоркской бирже. Реструктуризация Чикагской Торговой Палаты была проведена в октябре 2005 года. В том же году о своём желании провести листинг акций сообщили многие биржи развивающихся стран. Но основная проблема касается законодательного регулирования данного процесса. Например, биржи Пакистана получили такую возможность только 7 мая 2012 года, когда президент Пакистана подписал указ о коммерциализации трёх национальных бирж страны (биржа Исламабада, Карачи и Лахоре). На данном этапе к 2013 году планирует завершить процесс коммерциализации биржа Ганы, Танзании и Нигерии. В 2011 году закончился процесс

коммерциализации биржи Кении и ЮАР. Более подробно ознакомиться со списком основных коммерческих бирж можно в Таблице 1.1.

Таблица 1.1 - Основные коммерческие биржи мира²²

Биржа	Коммерциализация	ИРО	Капитализация, трлн. долларов США
Основные биржи Европы			
LSE	2001	20.07.01	3,266
NYSE Euronext (Европа)	2000	10.07.01	2,447
Deutsche Boerse	2000	05.02.01	1,304
BME Spanish Exchanges	2001	14.07.06	1,096
SIX Swiss Exchange	2002	Не было	1,123
NASDAQ OMX (Европа)	1993	01.01.93	0,905
Oslo Bors	2001	28.05.01	0,230
Основные биржи Америки			
NYSE Euronext (США)	2006	07.03.06	11,796
NASDAQ OMX (США)	2001	01.07.02	3,845
TMX Group	2000	12.11.02	1,912
BM&Fbovespa	2007	Не было	1,229
Основные биржи Азии и Океании			
TSE Group	2001	2012	3,325
OSE	2001	02.04.04	0,222
Нкex	2000	27.06.00	2,258
ASE	1998	14.11.98	1,198
Taiwan SE Corp.	Не было	Не было	0,691
Korea Exchange	Не было	Не было	1,092
Shanghai Stock Exchange	Не было	Не было	2,357
Singapore Stock Exchange	1999	16.11.01	0,666
Bursa Malaysia	2004	18.03.05	0,431
Philippines Stock Exchange	2001	15.12.03	0,176

Согласно отчёту ВФБ за 2010 год 83% всех её членов (то есть 39 бирж) — коммерческие организации, публично котируются акции 48% членов. На Рисунке 2 представлена структура ВФБ с точки зрения организационно-правовой формы её членов. В данном рисунке также учитываются два новых члена ВФБ - фондовая биржа Саудовской Аравии

²² Aggarwal, R. Demutualization and public offerings of Financial Exchanges/ R. Aggarwal, S. Dahiya // Journal of applied corporate finance. - 2006. - №3(18). - 96 - 103 с.

относится к биржам «другой» ОПФ, а ММВБ к закрытому акционерному обществу.

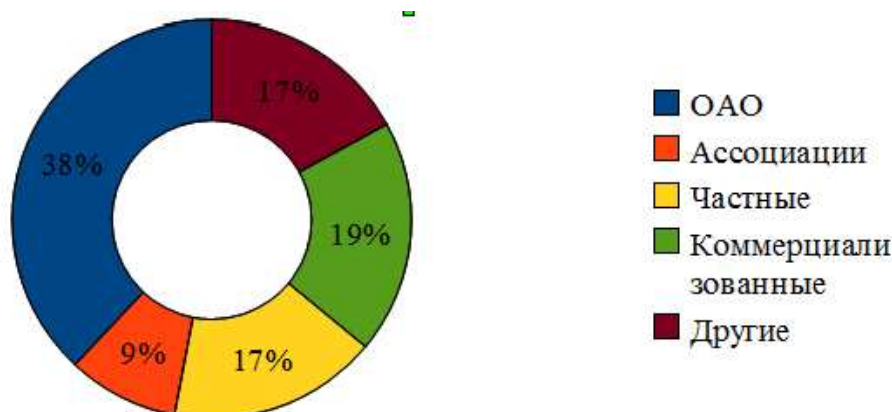


Рисунок 1.2 — Структура членов ВФБ по ОПФ²³

Как уже отмечалось выше, тенденция коммерциализации неразрывно связана с ростом уровня конкуренции на биржевом рынке, желанием совершать сделки слияния-поглощения, наращивать прибыль, снижать издержки. На Рисунке 3 видно, что на 38% всех бирж, являющихся ОАО приходится около 77% всей прибыли. А на Рисунке 4 показано изменение чистой прибыли бирж за временной промежуток 2008-2009 года.

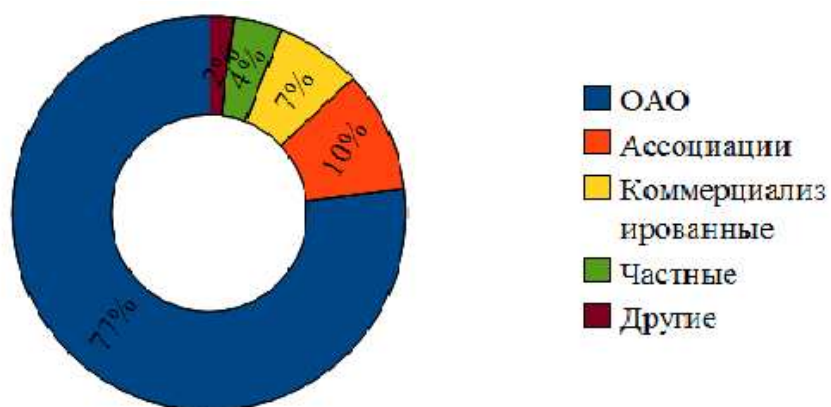


Рисунок 1.3 — Распределение прибыли среди участников ВФБ²⁴

²³ 2010 WFEAnnualReport&Statistics, WFE. - Электрон.дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE2010AR%20final.pdf>, свободный.

²⁴ 2010 WFEAnnualReport&Statistics, WFE. - Электрон.дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE2010AR%20final.pdf>, свободный.



Рисунок 1.4 — Изменение чистой прибыли бирж участников ВФБ за период 2008-2009 гг.²⁵

Следующей определяющей тенденцией дальнейшего развития фондового рынка является **автоматизация биржевых торгов**, то есть переход от «голосовых торгов» к электронным.²⁶ Данная тенденция во многом объясняется увеличением капитализации рынков, увеличением числа участников, резким возрастанием количества обращающихся инструментов и усложнением их структуры, а также, конечно, усовершенствованием технологий и методов обработки, передачи и хранения информации. Ведь у автоматизированных биржевых площадок есть неоспоримые преимущества – возможность проводить операции в кратчайшие сроки, осуществлять сделки между удалёнными друг от друга контрагентами и сразу на большие количества ценных бумаг. В последнее время двигателем данного процесса является и **высокочастотная торговля**.²⁷ Она подразумевает совершение операций с помощью

²⁵ 2010 WFEAnnualReport&Statistics, WFE. - Электрон.дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE2010AR%20final.pdf>, свободный.

²⁶ Авакян, А. А. Консолидация фондовых бирж – современная тенденция глобализации мирового финансового рынка / А. А. Авакян // Journal of Economic Regulation (Вопросы регулирования экономики). - РнД., 2010. – № 2. – С. 73–79.

²⁷ Товмасын, А. А. Основные тенденции эволюции фондовых бирж на мировом финансовом рынке / А. А. Товмасын // Международная экономика. -2011. -№2. - С17-20.

специальных роботов, основанных на определённых алгоритмах. Они позволяют совершать операции автоматически, покупая и продавая за тысячные доли секунды.

Естественно, у высокочастотной или кибер-торговли есть и минусы, повышается риск дестабилизации рынка за счёт скупки или продажи больших объёмов финансовых инструментов, так как цены на инструменты могут очень сильно колебаться за короткий промежуток времени. Также автоматизация порождает проблемы с безопасностью самих торговых систем, содержащих конфиденциальные данные.

В качестве следующего тренда можно отметить значительное увеличение количества торгуемых инструментов. Многие подобные инструменты заимствуются с внебиржевого рынка.

Но основной тенденцией является, несомненно, **консолидация бирж**, при чём, имеются ввиду не только слияния и поглощения, но также и очень популярные альянсы, которые предполагают больше независимости и самостоятельности, помогая координировать общие действия на мировом рынке, достигая поставленных задач.

Консолидация способствует и построению единой платформы для клиринговых и расчётных систем, что, в свою очередь, требует дополнительного регулирования со стороны государства. Сходные законодательные акты были приняты в США, Европе, Японии, Корее, Гонконге, Сингапуре. Они касаются требований в области корпоративного управления, финансовой отчётности, инсайдерской торговли, деятельности аналитических служб компаний, выходящих на биржевые рынки.²⁸

Следовательно, консолидация приводит к унификации мирового биржевого законодательства. Важно отметить, что это не всегда положительное явление, так как техническое обновление опережает

²⁸ Товмасын, А.А. Консолидация и экспансия национальных бирж развитых стран/ А. А. Товмасын // Экономические науки — М., 2010. - №68. -С.247.

правовое, что приводит к нестабильности системы в целом, значительно повышаются риски, с увеличением объёма операций.

Также следует отметить, что именно процессы консолидации и интеграции являются наиболее новой тенденцией развития биржевого рынка. Активизировавшись в 2000-ые гг. в развитых странах они привели к созданию основных биржевых площадок мира. На данный момент консолидация начинает переходить и на развивающиеся рынки, которые в среднем по темпам роста значительно опережают рынки развитых стран. Сущность данных процессов будет подробно описана в следующем пункте.

1.2 Сущность интеграционных процессов в экономике и их этапы

Глобализация мировой экономики порождает такие тенденции, как увеличение конкуренции, усложнение продуктов, усовершенствование технологий, что в свою очередь объясняет происходящие повсеместно процессы консолидации и реорганизации.

С ростом конкуренции, экономические субъекты, для того чтобы выжить и упрочнить свои позиции вынуждены вступать в своего рода стратегические союзы, нередко слабые при этом поглощаются сильными.

Следует выделить основные технологии интеграционных процессов:

1. Слияния
2. Поглощения.

Определим данные термины и проведём основные различия между ними. Примечательно, что единственно верного определения для них не существует.

Ряд специалистов считают, что дефиниции «слияние» и «поглощение» являются одинаковыми и взаимозаменяемыми. В качестве доказательства достаточно вспомнить известное сочетание M&A (merger&acquisition). При этом под термином «**merger**» понимается

поглощение путем приобретения ценных бумаг или основного капитала; слияние; объединение компаний. Под понятием «**acquisition**» понимается приобретение, завладение, поглощение (компаний).²⁹

В российском законодательстве предусмотрены такие виды реорганизации юридических лиц, как слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование.³⁰

Но также существует и другое определение данного термина. В «широком смысле» под слиянием понимается установление контроля над активами, имуществом компании путем объединения юридических лиц, приобретения контрольного пакета акций, долей юридического лица.³¹ Стоит отметить, что данный термин несёт положительный оттенок, предполагая дружественное объединение сторон. Нередко при этом создаётся совершенно новое юридическое лицо и стороны получают примерно равные права.

Поглощение же, наоборот, несёт в себе оттенок захватнического вторжения и предполагает уничтожение одной из сторон как юридического лица.

В настоящее время существуют два подхода к определению понятия «поглощения».

Первый подход заключается в том, что поглощение рассматривается как синоним слияния. Так Г.Ф. Шершеневич, исследуя природу акционерных обществ, называл поглощение одним из способов слияния юридического лица, при котором оно прекращает свою деятельность.³²

А.В. Спиридонова под поглощением понимает экономические процессы

²⁹ Sherman, A. J. Mergers and Acquisitions from A to Z / A. J. Sherman and M. A. Hart. - N.-Y.: AMACOM books, 2006. - 11 с. - ISBN 0-8114-0880-X.

³⁰ Гражданский кодекс РФ : кодекс [от 30 нояб. 1994 г. №51-ФЗ: в посл. ред. от 6 дек. 2011 г. Часть 1, глава 4 ст. 57] [Электр.ресурс]. - Электр.дан. - Справочная правовая система «Консультант Плюс».

³¹ Бегаева, А. А. Корпоративные слияния и поглощения. Проблемы и перспективы правового регулирования / А. А. Бегаева. -М.: Инфотропик Медиа, 2010. - 2 с. - ISBN 978-5-9998-0011-4.

³² Шершеневич, Г.Ф. Курс торгового права. Введение. Торговые деятели / Г. Ф. Шершеневич. - М.: Статут, 2005. - 438 с. - ISBN 5-8354-0142-6.

интеграции (объединения) корпораций, осуществляемые путем реорганизации юридических лиц в форме слияний и присоединений, а также путем приобретения одним юридическим лицом в отношении другого юридического лица (корпорации) экономической, юридической или иной фактической возможности оказывать определяющее влияние на руководство и на решения, принимаемые данным юридическим лицом (корпорацией).³³

Сторонники второго подхода связывают поглощение с установлением контроля над обществом. Например, М. Ионцев под поглощением компании или актива в корпоративной практике понимает установление над этой компанией или активом полного контроля как в юридическом, так и экономическом смысле.³⁴ На этом аспекте делает акцент Р.З. Зиганшин, определяющий поглощение компании как взятие одной компанией другой под свой контроль, управление ею с приобретением абсолютного или частичного права собственности на нее.³⁵

Все интеграционные процессы можно классифицировать по структуре экономических и финансовых отношений, по характеру интеграции.

При горизонтальных слияниях (поглощениях) объединяются компании одной отрасли, выпускающие одну и ту же продукцию, оказывающие одинаковые услуги или выполняющие аналогичные технологические операции.

При вертикальных слияниях (поглощениях) предполагается объединение компаний разных отраслей, связанных единым

³³ Спиридонова, А. В. Правовые проблемы «слияний и поглощений» корпораций в РФ / А. В. Спиридонова // Актуальные проблемы частноправового регулирования: Материалы Всероссийской IV научной конференции молодых ученых. - Самара, 2004. - С. 149–152.

³⁴ Ионцев, М.Г. Корпоративные захваты. Слияния, поглощения, гринмейл / М. Г. Ионцев -М.: Ось-89, 2008. - 108 с. - ISBN 5-86894-799-1 .

³⁵ Зиганшин, Р. З. Усиление процессов концентрации собственности в форме слияний и поглощений корпоративных структур / Р. З. Зиганшин // Интеллект-2005: Сборник научных трудов. - Тюмень, 2005. - С. 231.

производственным и рыночным циклом. При этом компания при вертикальной интеграции может расширять свою деятельность как в «прямом направлении», т.е. к рынку, так и в «обратном направлении» - к источникам сырья.

Родовые слияния (поглощения) - это объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары.

Под конгломератными слияниями (поглощениями) понимают объединение компаний никак не связанных между собой отраслей в другие отрасли производства, сферу услуг и т.д., что приводит к возникновению многоотраслевых комплексов, производящих самые разнообразные товары и услуги, а также занятых научными исследованиями и разработками. Конгломератные слияния также можно подразделить на подвиды:

- слияния с расширением продуктовой линии, т.е. соединение неконкурирующих продуктов, процессов производства и т.д.;
- слияния с расширением рынка, т.е. приобретение дополнительных каналов реализации;
- чистые конгломератные слияния - не предполагающие никакой общности.

В зависимости от отношения управленческого персонала компаний к сделке различают дружественную и недружественную интеграцию.

По рынкам, на которых осуществляются сделки слияния и поглощения, они подразделяются на:

- сделки по слиянию и поглощению на национальном рынке;
- сделки по приобретению иностранных активов российскими компаниями;
- сделки, связанные с поглощением российских компаний крупными западными фирмами.

В зависимости от национальной принадлежности объединяемых компаний слияния и поглощения можно классифицировать на национальные и транснациональные.

Национальные слияния - это объединение компаний, находящихся в рамках одного государства.

Транснациональные слияния - это слияния компаний, находящихся в разных странах, что стало особенно популярно с начала 2000-ых гг.

А.А. Бубенец предлагает дополнительные основания для классификации слияний и поглощений компаний. Так, в зависимости от способа объединения потенциала можно выделить следующие типы слияний:³⁶

- корпоративные альянсы - объединение двух или нескольких компаний, ориентированное на конкретное направление бизнеса, обеспечивающее получение синергетического эффекта только в этом направлении, в остальных же видах деятельности фирмы действуют самостоятельно;

- корпорации - этот тип слияний имеет место тогда, когда объединяются активы вовлекаемых в сделку фирм.

В зависимости от того, какой потенциал в ходе слияния объединяется, можно выделить:

- производственные слияния - слияния, при которых объединяются производственные мощности двух или нескольких компаний с целью получения синергетического эффекта за счет увеличения масштабов деятельности;

- финансовые слияния - слияния, при которых объединяющиеся компании не действуют как единое целое; при этом не ожидается существенной производственной экономии, но имеет место централизация

³⁶ Бубенец, А.А. Международно-правовые основы слияний и поглощений юридических лиц / А. А. Бубенец // Закон и право. - М., 2007. - №8. - С.91.

финансовой политики, способствующая усилению позиций на рынке ценных бумаг, в финансировании инновационных проектов.

При описании этапов слияний и поглощений в мировой практике принято выделять 6 основных этапов, которые зачастую называют волнами. Данные этапы выделены в зависимости от временного периода, в котором они происходили. В целях данной работы можно разделить их на две большие группы (интеграция на национальном и трансграничном уровне).

Первые четыре волны слияний и поглощений, развивавшиеся в основном в пределах национальных экономик, стали основой для проведения трансграничных сделок. Кроме того, нарастающее развитие глобализации мировой экономики, формирование глобальной финансовой системы, также способствовало разного рода процессам диверсификации, проявившихся в формировании финансово-промышленных групп, основ информационно-финансового капитала. С середины 90-х годов в мировой экономике зародилась и развивалась пятая волна (и первая трансграничная) - возникает международный рынок предприятий, в том числе биржевых площадок, процесс передела собственности выходит на международный уровень.³⁷

Пятая волна, пришедшаяся на конец XX и начало XXI века, характеризуется тем, что она во многом определялась задачами горизонтальной интеграции в современных отраслях, каждая из которых представляет сложную совокупность вертикально-интегрированных и диверсифицированных производственно-сбытовых комплексов.

Шестая волна слияний и поглощений (начиная с 2003 года) имеет ряд особенностей, в числе которых можно выделить:

³⁷ Товмасын, А. А. Консолидация фондовых бирж на мировом финансовом рынке [Текст] : дис. ... канд. экон. наук :. 08.00.14 / Товмасын Артур Артешович. - М., 2011. - 177 с.

1) начало приходится на период краха ряда высокотехнологичных компаний «новой экономики» на фондовом рынке США, которые в пятой «волне» во многом явились катализатором процессов слияний и поглощений;

2) высокая конъюнктура глобальных рынков;

3) сравнительно дешёвые заемные средств;

4) внешняя экспансия крупнейших корпораций стран БРИК и некоторых арабских стран.

Именно пятая и шестая волны включают в себя объединение биржевых институтов, отличительные черты которого будут описаны в следующем пункте.

1.3 Особенности процессов консолидации в биржевой среде

Финансовая глобализация – растущая интеграция национальных экономик в единый мировой рынок. Её ключевые элементами являются расширение внешней торговли, высокое распространение новых технологий, увеличение международных потоков капитала.³⁸

В условиях глобализации консолидации на национальном уровне для активного участия в глобальной конкурентной борьбе становится недостаточно. Фондовые биржи вынуждены выходить на рынки других стран, чтобы расширить поле своей деятельности и диверсифицировать ее.

К числу основных предпосылок формирования консолидированного мирового финансового рынка можно отнести следующие факторы:

- Экономические, в частности, увеличение ёмкости и глубины национальных финансовых (фондовых) рынков, их диверсификация,

³⁸ Моисеев С. Р. Глобализация финансовых рынков: миф или реальность? / С. Р. Моисеев // Дайджест-Финансы. - М., 2002. - № 3 (87). - С. 18-24.

возрастание конкурентной борьбы между ними, развитие системы рыночного регулирования движения капитала, интернационализации рынка ценных бумаг, унификации и стандартизации сделок.³⁹

- Технологические, в том числе, увеличение объёмов сделок ведущих бирж, возникновение их электронных аналогов, распространение новых технологий (финансовая инженерия).

- Информационные, включая, изменение средств обмена экономической и финансовой информацией, возникновение глобальных информационных сетей, объединяющих финансовые (биржевые) рынки, снижение затрат на обработку, хранение, использование данных.

- Политические, т.е. принятие многими государствами законодательных актов по либерализации перемещения капитала, функционированию национальных рынков ценных бумаг.

Но существуют и факторы, которые усложняют процесс интеграции, такие как:

1. Существование информационных барьеров (различия в языках, стандартах отчётности, боязнь выходить на незнакомый иностранный рынок)

2. Риск нестабильности финансового рынка.⁴⁰

Используются четыре различные стратегии биржевой консолидации:

1. Слияние (и/или поглощение) с зарубежной торговой площадкой,

2. Открытие собственной торговой площадки за рубежом,

3. Предоставление услуг зарубежным торговым площадкам,

4. Сотрудничество с другими фондовыми биржами (по отдельным проектам или более широкое).

³⁹ Товмасын, А.А. Основные тенденции эволюции фондовых бирж на мировом финансовом рынке / А. А. Товмасын // Международная экономика. - М., 2011. - №2. - С. 17-20.

⁴⁰ Думная, Н. Н. Риски финансовой глобализации / Н. Н. Думная // Бизнес академия. - М., 2002. - №7 (17) — С. 25-28.

Следовательно, процессы консолидации в мировой экономике не сводятся лишь к сделкам по слияниям и поглощениям. С начала 90-х годов XX века наблюдается существенный рост разного рода стратегических альянсов, разнообразного кооперационного сотрудничества. Стратегические альянсы в области биржевой деятельности начали активно использоваться в период формирования глобальной финансовой системы, прежде всего на уровне национальных финансовых систем.⁴¹ Процессы консолидации посредством слияний и поглощений на межнациональном уровне стали своеобразным толчком к развитию международных стратегических альянсов (NYSE и TSE; Simex и CME).⁴² В особенности это происходило в тех странах, где процессы для централизации и концентрации биржевой деятельности посредством сделок по слияниям и поглощениям наталкивались на те или иные препятствия экономического и юридического характера. Ведь при формировании альянсов, контрагенты несут меньшие обязательства, не меняют свой статус и могут координировать действия по определённому, заранее оговоренному кругу вопросов.

Также для консолидации бирж уникален тот факт, что данный процесс заметно отстаёт от общей тенденции слияний и поглощений в остальных сферах экономики. Это отставание во многом связано с тем, что биржа институт очень зависимый от традиций своего делового оборота.

Многие из бирж были окончательно акционированы лишь в конце XX начале XXI века. Технологическая и информационная революции, конечно, сыграли свою роль в изменении принципов работы фондовых бирж, но не изменила их суть. Тем не менее, требования финансовой глобализации постепенно заставляли многие биржи более активно

⁴¹ Бобина, М.А. Международный бизнес. Стратегия альянсов / М. А. Бобина, М. В. Грачёв. - М.: Дело, 2006. - 239 с. - ISBN 5-7749-0427-X.

⁴² Карпухина, Е. А. Международные стратегические альянсы. Опыт исследования / Е. А. Карпухина. - М.: Дело и сервис, 2004. - 176 с. - ISBN 5-8018-0237-1.

включаться в процессы консолидации, в целях сохранения своей конкурентоустойчивости, повышения капитализации, повышения эффективности. В условиях глобализации мировых финансов всё большее значение для успешного функционирования биржи приобретают не только технические вопросы биржевой деятельности, но и вопросы управления консолидированными биржами, выработки и реализации ими своей стратегии в быстро меняющихся условиях внешней среды, в частности, усиления конкуренции со стороны ближайших соседей (в рамках ЕС), а также экспансионистской политикой бирж США и новыми игроками на биржевом поле (финансовые структуры арабских стран, Гонконг, Шанхай).

Важнейший показатель степени консолидации фондовых бирж – увеличение объёма капитализации и числа сделок с акциями на ведущих биржах. Общая тенденция консолидации фондовых площадок – биржа, охватывающая весь мир. Как отмечает Рубцов Б.Б. «взаимосвязь и взаимозависимость национальных фондовых рынков усилилась до такой степени, что можно говорить о формировании единого мирового фондового рынка». ⁴³

Исходя из материала, изложенного в первой главе можно сделать соответствующие выводы. Процессы консолидации в мировой экономики напрямую связаны с ростом конкуренции и увеличением объёма операций. Если до конца 20го века данные процессы происходили только в промышленной сфере, то после 90-х гг. 20 века они распространились и на финансовый рынок, а следовательно, и на все основные элементы его инфраструктуры, одним из которых являются биржи.

За последние 30 лет биржи претерпели множество изменений. Таких как переход от «голосовой» торговли к электронной, разработка и массовое

⁴³ Рубцов, Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов — М.: Альпина Паблишер, 2007. - 727 с. - 5-9614-0435-8.

внедрение новых продуктов, резкое увеличение участников торгов, размывание законодательных и страновых барьеров. Таким образом, значительно увеличились издержки бирж на внедрение новых технологий торговли. Что, в свою очередь, напрямую способствовало процессу их коммерциализации. Традиционная концепция биржи как некоммерческого института под руководством партнёров уступила месту новой. В 21 веке биржи пережили «бум» коммерциализации. Наряду с экономической эффективностью, данный процесс способствует и росту эффективности управления.

Коммерциализация бирж также облегчила процедуру принятия решений внутри компании (на данный момент около 85% всех бирж мира – акционерные общества), а, следовательно, дала стимул процессам консолидации (как национальным, так и трансграничным), происходящим повсеместно.

Основателями данной тенденции стали ведущие экономики мира - развитые страны, в которых фондовый рынок сформировался в качестве значительного элемента финансовой системы уже давно, в отличие от стран развивающихся, во многих из которых процессы становления фондового рынка продолжаются до сих пор.

2 Процессы консолидации бирж в ведущих странах мира

2.1 Интеграция национальных бирж

Процесс финансовой глобализации затрагивает все отрасли экономики, социальную сферу, политику и многие другие области. Как уже было отмечено ранее, в рамках данного процесса с середины прошлого века началась тенденция объединения фондовых рынков ведущих стран мира. Хотя, данный процесс отстаёт в целом от промышленной консолидации, тем не менее, на данном этапе развития экономики он очень важен, ведь он позволяет регулировать и направлять движение денежных потоков в экономике.

Итак, активизация данного процесса неразрывно связана с усилением конкуренции на мировом фондовом рынке. Это было обусловлено следующими причинами:

1. Развитие технологий, связи, электронной торговли.
2. Повышение издержек на организацию торговли, в связи с увеличением объёма операций и числа участников.
3. Размывание регулятивных и страновых барьеров.⁴⁴

Переход от голосовой торговли к электронной позволил увеличить прозрачность рынка, обусловил его массовость, облегчил ведение торговли. Ведь теперь уже совершенно необязательно лично присутствовать при совершении сделки. В наше время огромные по объёму операции совершаются вне страновых границ. Современные технологии позволяют использовать новейшее программное обеспечение, рассчитывать риски, повышать эффективность и обеспечивают устойчивые

⁴⁴ Chapter 2.Fundamentalcausesofconsolidation. - Электрон.дан. - 2002. - Режим доступа: <http://www.bis.org/publ/gten05ch2.pdf>, свободный. - Загл. с экрана.

гарантии.

Законодательство многих стран унифицировало спорные и проблемные моменты в регулировании фондового рынка. Есть определённые правила, международные стандарты, которым должны соответствовать все участники рынка. К примеру, требования к раскрытию информации.

До появления электронных технологий существовали чёткие страновые барьеры для фондовых бирж. Биржи конкурировали в рамках одной страны, а чаще и города, региона. К примеру, основным конкурентом биржи ChicagoBoardofTrade (СВОТ) всегда была биржа ChicagoMercantileExchange (СМЕ), потому что они находились очень близко друг от друга, охватывали примерно один круг клиентов. Биржи других стран не рассматривались ими как конкуренты, потому что существовали регулятивные и технические барьеры. Но к 2004 году, сложилась такая ситуация, что биржи стали вынуждены конкурировать с биржами в других странах. Чикагские биржи подверглись атаке бирж в Лондоне и Франкфурте, что заставило их объединиться 12 июля 2007 года для борьбы с интернациональными конкурентами.

Практика биржевых слияний и поглощений наиболее обширна среди биржевых институтов развитых стран. Процессы консолидации и интеграции неразрывно связано с уровнем развития фондового рынка, технологий и регулирующего законодательства. В данном пункте мной будут рассмотрены процессы интеграции бирж развитых стран на национальном уровне.

2.1.1 Консолидация бирж США

США — яркий пример консолидации и интеграции бирж на национальном уровне.

В начале 20го века в США функционировало около 250 различных бирж.⁴⁵ К 1931 г. их число стремительно сократилось и стало равно 38. Связано это было с изобретением и последующим внедрением телеграфа и телефона. Если раньше информация о ценах доставлялась с помощью лошадей и, следовательно, не позволяла составить картину изменения цен, то с появлением этих технических устройств, стало возможным получение актуальной информации в реальном времени и её использование для проведения торгов на удалённых биржах. Таким образом, трейдеры стали искать наиболее ликвидные рынки и скапливаться именно на таких биржах. Также такое резкое уменьшения количества бирж можно объяснить Великой Депрессией, в ходе которой были значительно поражены все отрасли экономики, а также фондовый рынок. ВВП в 1930—1931 годы падает соответственно на 9,4 и 8,5 %, а уровень безработицы поднимается с 3,2 % на начало 1930-го до 15,9 % к концу 1931 года. На Рисунке 2.1 можно видеть динамику промышленного индекса Доу-Джонса:

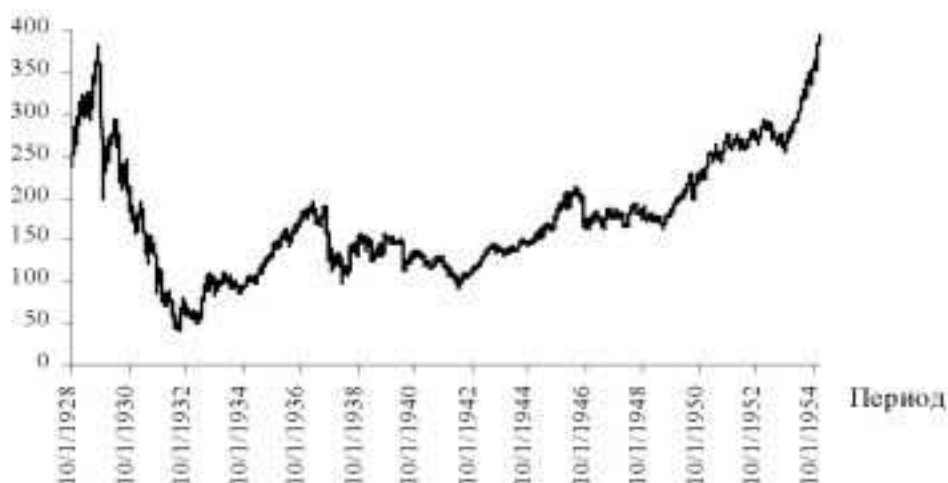


Рисунок 2.1 — Динамика промышленного индекса Доу-Джонса⁴⁶

⁴⁵ Markham J. W. A financial history of United States / J. W. Markham – N-Y.: M. E. Sharp, 2002. - 334 с. - ISBN 0-7656-0730-1.

⁴⁶ Панфилов, В. С. Мировой кризис: генезис и последствия для макроэкономической и социальной стабильности РФ. - Электр. Данные. - Режим доступа: <http://www.ecfor.ru/pdf.php?id=2009/3/01>, свободный. - С. 12. - Размещено 01 марта 2009 г.

Великая Депрессия послужила уроком для американского правительства, которое в 1933 году в Законе о ценных бумагах впервые сформулировало принцип «раскрытия информации», до сих пор являющийся основой для регулирования фондового рынка. В настоящее время в США действуют 9 бирж, зарегистрированные United States Securities and Exchange Commission (SEC)⁴⁷ и 1 электронная биржа Intercontinental Exchange (ICE). Две основные — NYSE Euronext и NASDAQ, занимающие соответственно первую и вторую строчку рейтинга World Federation of Exchanges (WFE)⁴⁸ по объёму рыночной капитализации. Третье место по объёму торгов принадлежит Chicago Stock Exchange, затем следуют электронные торговые системы Direct Edge и BATS. Также в США функционируют основные срочные биржи мира, такие как CME Group, Chicago Board Options Exchange (CBOE) и International Securities Exchange (ISE).

Процессы консолидации активизировались в США в начале 21 века, так как до этого времени, большинство бирж были некоммерческими партнёрствами, что мешало осуществлять крупные сделки. Можно привести как пример слияние бирж Commodity Exchange (COMEX) и New York Mercantile Exchange (NYMEX) – сейчас обе являются подразделениями CME Group, которое первоначально было объявлено в 1987 году, а осуществилось из-за разногласий партнёров только в 1994 году.⁴⁹

Итак, говоря о волне слияний и поглощений, охватившей современный биржевой рынок, следует начать с появления такой крупной биржи как NASDAQ. В 1938 году была создана ассоциация брокеров

⁴⁷ Exchanges. U. S. Securities and exchange commission. - Электр. Данные. - W.: SECUS, 2012. - Режим доступа: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrexchanges.shtml>, свободный. - Загл. С экрана.

⁴⁸ 2011 WFEMarketHighlights, WFE. - Электрон.дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2011%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>, свободный. - Размещ. 19/01/12.

⁴⁹ Gorham, M. Electronic exchanges. The global transformation from pits to bits / M. Gorham, N. Singh. - US.: The Elsevier. - 167 с. - ISBN 978-0-12-374252-0.

NASD. Затем, с развитием технологий она эволюционировала в электронную систему NASDAQ. Изначально на ней котировались акции высокотехнологичных компаний, которые не могли по определённым причинам пройти в котировальный список AMEX и NYSE. Но уже в 1998 NASDAQ присоединяет к своей системе AMEX, чтобы противостоять своему главному конкуренту — NYSE. Это слияние ещё больше укрепило позицию NASDAQ, был создан очень успешный продукт — NASDAQ-100 IndexTradingStock. Однако с этого момента сокращается доля AMEX и в 2003 году она была продана чикагскому фонду прямых инвестиций GTCR Golder Rauner. Но уже в 2004 году акционеры AMEX выкупили площадку.

2003 год выдался очень тяжёлым для американского фондового рынка. 24 декабря с предложением по слиянию к NYSE обратилась биржа NASDAQ. Данная сделка могла бы помочь обеим биржам сократить издержки, но из-за разногласий сделка так и не состоялась. Ведь данные биржи очень разные по методу ведения торгов. NASDAQ – электронная площадка, в то время как торги на NYSE велись только традиционным способом.

Слияния происходили и между товарными биржами. 17 октября 2006 CME и CBOT – две ведущие чикагские биржи представили на обсуждение соглашение, согласно которому 8 млрд долларов США получают акционеры CBOT, а акционеры CME получают 69% акций новой биржи. Но в марте 2007 вторая в мире по объёмам сделок энергетическая биржа ICE также делает встречное предложение CBOT, предлагая на 1 млрд долларов США больше. Тем не менее, слияние CBOT и CME всё-таки состоялось, несмотря на то, что CME всё-таки пришлось доплатить.

ICE же заключает контракт на покупку биржи NYBOT за 1 млрд долларов, переименовав её в ICE Futures US.⁵⁰

⁵⁰ Нью-Йоркская биржа ICE приобрела NYBOT за 1 млрд долларов. - Электр. Данные. - Режим доступа <http://top.rbc.ru/economics/15/09/2006/86945.shtml>, свободный. - РБК - 15 сентября 2006.

В начале 2008 года CMEGroup осуществила следующий закономерный шаг, купив NYMEX за 11,1 млрд. долларов США.⁵¹

В 2007 году NASDAQ покупает Бостонскую биржу за 61 млрд долларов США, при этом получив клиринговую компанию BSE, но не получив отделение биржи по торговле опционами. Потому что торговлю опционами NASDAQ планирует осуществлять через соответствующее подразделение старейшей в США Филадельфийской биржи, купленной в том же году за 652 миллиона долларов США.

2.1.2 Консолидация фондовых бирж в Японии

Нет ни одной другой страны в мире, где процессы консолидации не проходили бы так стремительно, как в Японии с 1990-ых по 2000-ые гг. Легче всего данную тенденцию можно проследить на товарных биржах. В Японии были очень распространены товарные биржи. В каждом коммерческом центре существовала собственная товарная биржа. В 1991 году существовало около 17 срочных бирж. К 2007 их число сократилось до 4-ех, таким образом достигнув всего 25% от первоначального уровня. К примеру, Tokyo Grain Exchange (TGE) поглотила 3 биржи, Kansai Commodities Exchange (KSE) – 5, Central Japan Commodity Exchange (CJCE) – 6. После 21 слияния прежнее название сохранилось с 1980 года только у одной биржи – TGE. На Рисунке 2.2 можно проследить все эти слияния.

⁵¹ Хвостик, Е. CMEGroup предложила за NYMEX 11 млрд долларов / Е. Хвостик // Коммерсантъ. - М., 2008. - 29 января (№ 12 (3829)).

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nagoya Grain & Sugar Exchange											Chubu Commodity Exchange		Central Japan Commodity Exchange (CJCE)													
Nagoya Textile Exchange																										
Toyahashi Dried Cocoon Exchange																										
Kobe Rubber Exchange											Osaka Mercantile Exchange															
Osaka Sanpin Exchange		Osaka Textile Exchange																								
Osaka Rayon Exchange																										
Kobe Grain Exchange					Kansai Agricultural Commodities Exchange (KACE)					Kansai Commodity Exchange (KCE)																
Osaka Grain Exchange																										
Osaka Sugar Exchange																										
Kobe Raw Silk Exchange											KACE		Fukuoka Futures Exchange													
Kanmon Commodity Exchange																										
Maebashi Dried Cocoon Exchange																										
Yokohama Raw Silk Exchange											Yokohama Commodity Exchange															
Tokyo Sugar Exchange											Tokyo Grain Exchange (TGE)															
Hokkaido Grain Exchange																										
The Tokyo Commodity Exchange																										
Osaka Securities Exchange																										
Tokyo financial exchange (form. Tokyo International Financial Futures Exch)																										
Tokyo Stock Exchange																										

Рисунок 2.2 — Слияния бирж в Японии до 2006 года⁵²

Главным двигателем процесса консолидации был тот факт, что многие региональные биржи не могли конкурировать с более ликвидными в Токио и Осаке. Слияния в Японии всегда происходили с согласия государства, биржи в это время были партнёрствами.

В настоящее время уже не существует CJCE. Поглотив 1 января 2007 года Osaka Mercantile Exchange (OME), биржа не выдержала конкуренции и была вынуждена закрыться в связи с неуклонным падением объёма торгов. Свой энергетический рынок она передала Tokyo Commodity Exchange (TOCOM).

Наряду с уже известными нам биржами в Японии функционируют ещё несколько бирж. TSE (Tokyo Stock Exchange), занимающая 3 место в мире по капитализации.⁵³ На долю этой биржи приходится около 90% всего объёма торгов Японии. TSEGroup в марте 2000 года поглотила

⁵²Gorham, M. Electronic exchanges. The global transformation from pits to bits / M. Gorham, N. Singh. - US.: The Elsevier. - 163 c. - ISBN 978-0-12-374252-0.

⁵³ 2011 WFEMarketHighlights, WFE. - Электрон.дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2011%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>, свободный. - Размещ. 19/01/12.

биржи Хиросимы и Ниигаты, причём в результате данного слияния эти биржи закрылись. Их клиенты получили листинг по прошлым правилам на TSE, но только на 3 года.⁵⁴

Osaka Securities Exchange (OSE), на долю которой приходится примерно 5% объёма торгов ценными бумагами, поглотила Киотскую биржу в 2001 году.

Также на данном рынке оперируют Fukuoka Stock Exchange, JASDAQ (которая ничего общего не имеет с NASDAQ, но работает по очень схожей электронной системе), Nagoya Stock Exchange, Sapporo Stock Exchange и Tokyo Financial Exchange (TFX).

7 ноября 2011 года TSE и OSE договорились о слиянии, сам процесс слияния завершится не ранее 2013 года.⁵⁵

2.1.3 Консолидация биржевых площадок в Канаде

Группа канадских фондовых бирж – Toronto Stock Exchange (TSX) находится на 8ом месте в мире по капитализации согласно статистике WFE.⁵⁶ Структуру данной группы можно схематично представить на рисунке 2.3 следующим образом:

Рисунок 2.3 - Канадская биржевая группа TSX Group⁵⁷

Также в рамках данного рынка с 2008 года работает независимая биржа Canada National Stock Exchange (CNSX), ранее известная как

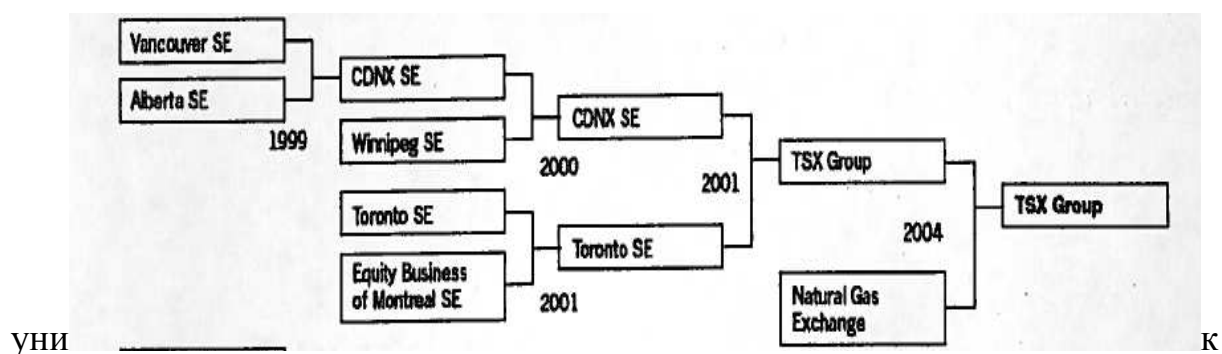
⁵⁴ Gorham, M. Electronic exchanges. The global transformation from pits to bits / M. Gorham, N. Singh. - US.: The Elsevier. - 163 с. - ISBN 978-0-12-374252-0.

⁵⁵ Вместе мы сила. - Электр. Данные. - Электронный ресурс «Эксперт Онлайн» - 22 ноября 2011.

⁵⁶ 2011 WFEMarketHighlights, WFE. - Электрон.дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2011%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>, свободный. - Размещ. 19/01/12.

⁵⁷ Aggarwal, R. Demutualization and public offerings of Financial Exchanges/ R. Aggarwal, S. Dahiya // Journal of applied corporate finance. - 2006. - №3(18). - 96 - 121 с.

Canada's New Stock Exchange (CNQ). Эта биржа



уни К
альна тем, что за последние 70 лет – это единственная биржа, признанная Ontario Securities and Exchange Commission (OSC). На ней торгуются акции новых компаний с небольшой капитализацией, используется полностью автоматизированная система торгов, а также упрощённые правила листинга. С сентября 2007 CNSX ввела новый сервис – Pure Trading, в рамках которого можно осуществлять операции с ценными бумагами, котирующимися на TSX.

ICE Futures Canada является филиалом биржи ICE, была основана в 1887 году как Winnipeg Grain&Produce Exchange, затем была переименована в Winnipeg Commodity Exchange (WCE). ICE осуществила покупку WCE в 2007 году за 40 млн долларов США. Это была первая североамериканская товарная биржа, работающая только на электронной системе торгов.

2.1.4 Процессы консолидации фондовых площадок в Великобритании

На данный момент в Великобритании функционирует несколько фондовых площадок. Самая известная и крупная из них — это Лондонская фондовая биржа. Её капитализация на сегодняшний момент составляет

3266 миллиардов долларов и она занимает 4ое место по капитализации по версии отчёта WFE за 2010 год.⁵⁸

Итак, LSE начала свою официальную историю с 1801 года. До 1973 года в Великобритании функционировало порядка 30 самостоятельных бирж. Но в 1973 году ситуация кардинально изменилась. В ходе процесса интеграции бирж, начавшегося после Второй мировой войны, все биржи Великобритании стали региональными подразделениями Лондонской фондовой биржи. В 1995 году из состава LSE вышла Irish Stock Exchange (ISE) - ирландская фондовая биржа. Необходимо отметить, что по сравнению с 2010 году только Ирландская фондовая биржа показала рост капитализации на 80%, в то время как большинство бирж показали отрицательную динамику.

Важными вехами в истории LSE были следующие события:

1. «Большая встряска» 1986 года.
2. «Большая встряска» 1997 года.

В ходе первой реформы государство допустило на биржу банки и другие финансовые учреждения, а также иностранных граждан, ликвидировало деление членов биржи на брокеров и дилеров и что самое важное осуществило переход на электронную торговую систему SEAQ (создана на основе NASDAQ).

Вторая называется «Большой встряской» неофициально, но также оказалась очень значительной. Ведь в ходе данной реформы на LSE появилась наряду с Stock Exchange Automated Quotation (SEAQ) такая система, как Stock Exchange Electronic Trading Service (SETS).

Сейчас две торговых системы сосуществуют. SEAQ и SEAQ international используется для торговли акциями национальных и

⁵⁸ 2010 WFEAnnualReport&Statistics, WFE. - Электрон.дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE2010AR%20final.pdf>, свободный.

иностранных эмитентов, в то время как SETS - для торговли акциями только самых крупных национальных эмитентов.

Одна из причин успешности LSE - рынок альтернативных инвестиций (AIM), который был создан в 1995 году. Его основные преимущества:

1. упрощённая система листинга;
2. отсутствие требований к количеству акций и капитализации.
3. значительные налоговые льготы для инвесторов.

Согласно ежемесячному отчёту по данному рынку, подготовленному экспертами LSE⁵⁹, можно увидеть, что в марте 2012 года на данном рынке присутствует 1118 компаний, из которых 894 – резиденты, а оставшиеся 224 — нерезиденты. По сравнению с прошлым годом количество компаний, представленных на рынке AIM, сократилось значительно, что связано с уменьшением количества IPO в целом в мировом масштабе. Динамику размещений на данном рынке можно представить на следующем рисунке:

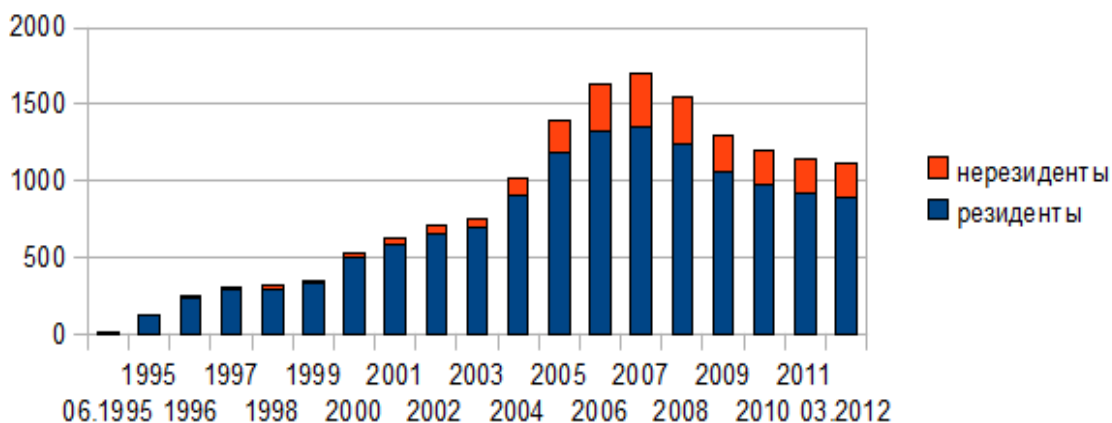


Рисунок 2.4 — Количество эмитентов рынка AIM⁶⁰

Наряду с LSE и ISE функционирует панъевропейская Euronext LIFFE. Возникнув в 1982 году, LIFFE стала первой неамериканской

⁵⁹ AIMMarketStatistics. March 2012 - Электрон. дан. - Режим доступа: <http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/march-2012.pdf>, свободный.

⁶⁰ AIMMarketStatistics. March 2012 - Электрон. дан. - Режим доступа: <http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/march-2012.pdf>, свободный.

биржей финансовых фьючерсов. Данная биржа включает в себя весь сегмент торговли деривативами Euronext (с 2001 года) и в ходе своей истории поглотила рынок опционов LSE в 1992 году, а также Лондонскую товарную биржу в 1996 году.

Среди товарных бирж выделяется Балтийская биржа и Лондонская биржа металлов. Первая предоставляет собой независимый глобальный рынок контрактов на морские перевозки. Организация является связующим звеном между покупателями и продавцами, предоставляю информацию, клиринговое обслуживание, а также непосредственно заключая форвардные и фьючерсные контракты по доставке крупных промышленных грузов.

Вторая организует торговлю фьючерсами и опционами на цветные металлы методом традиционных голосовых торгов. Несмотря, что у данной биржи нет электронной платформы, объём торгов в данном сегменте на ней значителен — 15,4 трлн. долларов США.⁶¹

2.1.5 Процессы консолидации фондовых площадок Франции

С 2000 года одна из самых старейших фондовых бирж Европы - Bourse de Paris (Парижская фондовая биржа) объединилась с фондовыми биржами других европейских стран, чтобы создать самую успешную биржевую группу современности — Euronext.

Процессы консолидации бирж во Франции достигли апогея - если после второй мировой войны во Франции функционировало семь фондовых бирж, то сейчас единственная фондовая биржа Франции крепко вплетена в европейскую сеть. Во многом это связано с государственными

⁶¹LME volumes surge to new record in 2011. – Электрон. дан.- Режим доступа: <http://www.lme.com/steel/12720.asp>, свободный. – Размещ. 12 янв. 2012.

реформами, которые начали проводиться во Франции в числе первых стран. Уже в 1988 году Euronext Paris получила статус акционерного общества. Уже в 1986 году ПФБ ввела в действие компьютерную торговую систему Cotation Assisteeen Cintinu (CAC), которая была аналогом канадской Computer Assisted Trading System (CATS). Что примечательно, данная система была доработана и введена в 1995 под названием SUPERCAC, а затем и продана TSX обратно. С 1999 года система называется NSC.

На Euronext Paris отсутствует система голосовых торгов, биржа полностью компьютеризирована. С 1986 года все региональные биржи являются филиалами Euronext Paris.

На Euronext Paris также торгуются и деривативы (в результате объединения в 1999 году с французской биржей опционов MONEP и фьючерсной биржей MATIF).

2.1.6 Консолидационные процессы в Германии

Биржевой рынок Германии имеет довольно сложную и разветвлённую структуру. Официально, согласно «Закону о биржах» 1896 года, биржи Германии не могут быть коммерческими организациями, потому что они являются учреждениями публичного права. Но после принятия Директив ЕС, биржи Германии провели размещение своих акций. В 1995-ом году в Германии было 8 фондовых бирж. В 1999 Hamburg Stock Exchange и Hannover Stock Exchange объединились, образовав соответствующую корпорацию Boersen AG. Объединились и Berlin Stock Exchange с Bremen Stock Exchange. До сих пор, наряду с выше упомянутыми биржами, существуют такие региональные биржи, как Bavaria's Stock Exchange (ранее Munich Stock Exchange), Dusseldorf Stock

Exchange и Stuttgart Stock Exchange, на которую приходится около 20% всех торгов в Германии. 70% приходятся на Frankfurt Stock Exchange, на базе которой было создано акционерное общество Deutsche Boerse. Deutsche Boerse занимает 12ое место по капитализации среди всех бирж, зарегистрированных в WFE. Её капитализация составляет около 1,3 триллиона долларов.⁶²

Основной объём торговли деривативами приходится на биржу Eurex, которая была создана в 1998 году в результате объединения Deutsche Terminboerse и швейцарской SOFFEX. На данной бирже осуществляются только электронные торги, причём доступ к ним возможен из любой точки мира. Также активно работает European Energy Exchange.

Таким образом, проанализировав тенденции на основных развитых рынках, можно выделить две стратегии поддержания конкурентоспособности биржи:

1. «Выживи своего конкурента»;
2. Слияния и альянсы, партнёрства.

Когда биржи используют стратегию под названием «выживи своего конкурента», изначально они развивают бизнес только в пределах одной страны. Внедряют новые технологии, наращивают свой объём торгов, и только тогда предпринимают попытки захватить биржи в других странах. Но такой подход работает лучше всего, когда атакующая биржа электронная, а поглощаемая использует традиционную голосовую торговлю (торговлю с пола). Поэтому сразу можно отметить недостаток данного подхода — относительно небольшой период времени, когда он работал. Как пример использования данного вида борьбы с конкурентами

⁶²WFE Monthly Report. April 2012. – Электрон. дан.- Режим доступа: <http://world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>, свободный.

— неудавшаяся попытка Eurex захватить американский рынок деривативов в 2003 году.⁶³

Второй же подход основан на соединении двух бирж в одну для того, чтобы развиваться более чем в одном направлении, чтобы усовершенствовать инструменты, расширить количество их видов.

Процессы консолидации и интеграции биржевых институтов происходили повсеместно во многих странах, я бы хотела остановиться только на наиболее значимых из них для современной структуры фондового рынка.

2.2 Трансграничное взаимодействие фондовых бирж развитых стран

В рамках трансграничного взаимодействия фондовых бирж развитых стран, хотелось бы поподробнее остановиться на таких существенных для современной структуры мирового фондового рынка сделках, как образование групп NYSE Euronext и NASDAQ OMX.

2.2.1 Образование группы NYSE Euronext

Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) за свою более чем 200-летнюю историю (она была основана 17 мая 1792 года) стала легендарной. Это была первая биржа, где были введены фондовые индексы, американские депозитарные расписки (АДР), ETF, где свободный доступ к торгам был разрешён женщинам в 1943 году и иностранным брокерам в 1977. Но никогда до 2006 года NYSE не участвовала в слиянии. На данном этапе произошло уже 3 сделки слияния-поглощения с участием данной биржи и 2 из них полностью изменили биржу и определили её

⁶³ John Ferry. Eurex trying to take over the US futures market, says CBOT. Risk magazine. 17.10.2003.

долгосрочную стратегию. Перечислим три этих знаковых для биржи сделки:

1. поглощение электронной торговой площадки Archipelago;
2. слияние с панъевропейской биржей Euronext;
3. слияние с Американской фондовой биржей, которая являлась конкурентом NYSE на протяжении 150 лет.

В своей работе я хотела бы описать все эти процессы поэтапно.

Первая сделка - поглощение электронной торговой площадки Archipelago, которая базировалась в США. Данная сделка принесла NYSE следующие преимущества:

1. электронный торговый модуль.
2. листинг, так как акции Archipelago уже котировались на биржах.

После длительных переговоров и обсуждений, 20 апреля 2005 года, NYSE и Archipelago объявили, что их советы директоров одобрили окончательное соглашение о слиянии, которое привело бы к образованию нового акционерного общества под названием NYSE Group Inc. Было отмечено, что если соглашение будет реализовано, оно приведёт к самой крупной сделке слияния-поглощения бирж в истории. Но сделка также должна была быть одобрена членами NYSE, так как на тот момент, биржа была ещё некоммерческим партнёрством, а также акционерами Archipelago, так как та, в свою очередь, являлась акционерным обществом. Также необходимо было разрешение SEC.

Члены биржи охотно согласились на сделку, так как NYSE нуждалась в электронном обновлении, чтобы оставаться конкурентоспособной. Разрешение SEC было получено через 7 месяцев, после объявления о сделке. Таким образом, 3 ноября 2005 года биржи объявили, что официальное голосование состоится 6 декабря 2005 года. По правилам NYSE, для того, чтобы сделка состоялась, за неё должны были

проголосовать 2/3 всех членов биржи (на тот момент их было 1366). Около 90% приняло участие в голосовании и 95% из них отдали свои голоса в пользу сделки. Данная ситуация не идёт ни в какое сравнение со сделкой слияния NYMEX и COMEX, которая была упомянута в пункте 2.1 настоящей дипломной работы. Но, тем не менее, нашлись и противники сделки.

9 мая 2005 года Уильям Хиггинс, председатель Ассоциации участников торгов на NYSE (держателей мест), подал групповой иск против нескольких директоров NYSE и сопровождающий сделку банк GoldmanSachs, чтобы приостановить процесс слияния. Он не был против сделки как таковой, но его не устраивали её условия. Ведь по первоначальным условиям Archipelago в результате должны были контролировать 30% объединённой компании. Согласно иску члены NYSE требовали контроля над 90% акций объединённой биржи. Также вызывал недовольство тот факт, что NYSE была оценена менее чем в 3 млрд. долларов США, при этом CME на тот момент оценивалась в 7 млрд. долларов США.⁶⁴ Вызывал споры и тот пункт, что акционеры Archipelago могли свободно продать акции новой биржи сразу при завершении сделки, а члены NYSE не могли воспользоваться этим правом следующие 5 лет. Хиггинс также был против условия, что 5% всех акций новой биржи должны были быть распределены между работниками NYSE, которые участвовали в проведении слияния⁶⁵. Стоит отметить, что недовольство брокеров вполне объяснимо, ведь с введением электронной системы торгов они теряют возможность непосредственно влиять на их ход. Зачастую они использовали свое положение в ущерб клиентам, например исполняя их заявки по завышенной цене — с целью получения больших комиссионных. Подобная практика привела к тому, что 6 апреля SEC

⁶⁴Gorham, M. Electronic exchanges. The global transformation from pits to bits / M. Gorham, N. Singh. - US.: The Elsevier. - 169 с. - ISBN 978-0-12-374252-0.

⁶⁵White, B. NYSE merger challenged/ B.White // The Washington Post. – W., 2005 – 10 мая 2005.

одобрила новые правила брокерского обслуживания, которые вступили в силу 10 апреля 2006 года,— брокерам было предписано совершать сделки по наилучшей для клиента цене независимо от того, какая именно биржа или торговая система предлагает эти цены.⁶⁶

Сделка состоялась на первоначальных условиях, ведь преимущества слияния были неоспоримы. NYSE стала коммерческой, акционерной, свободно котирующейся на бирже организацией с хорошим техническим оснащением, что сделало её эталоном среди бирж (капитализации NYSE в период с 2005 до 2006 года увеличилась на 3 трлн. долларов США)⁶⁷.

Второе слияние открыло NYSE доступ к европейским инвесторам и производным контрактам. Данная сделка между второй по величине биржей Европы (после LSE) и первой биржей в Америке была самой значительной сделкой того времени. Ведь произошло слияние не только бирж разных стран, произошло слияние бирж, находящихся на разных континентах. Также данная сделка стала самой значительной по своей сумме.

Выступая в пользу слияния, генеральный директор NYSE Джон Тэйн пообещал, что прибыль от сделки составит 375 млн. долларов США в денежном эквиваленте, 275 из которых удастся заработать за счёт снижения технологических затрат — уменьшения количества торговых систем с шести до двух (три по валютной торговле и три по торговле деривативами объединятся соответственно) и уменьшения количества информационных центров (шесть в США и четыре в Европе станут четырьмя глобальными), а также появится одна глобальная сеть, взамен четырёх существующим.⁶⁸

⁶⁶ Хвостик, Е. Биржевой курс на реформы / Е. Хвостик // Коммерсантъ. - М., 2005. - 11 мая (№ 83 (3167)).

⁶⁷ WFE. Time series. Domestic Market Capitalization. - Электрон. дан.- Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series>, свободный.

⁶⁸ NYSE Group and Euronext N. V. agree to a merger of equals. Combination Will Create The First Global Exchange. - Электрон. дан.- Режим доступа: <http://www.euronext.com/fic/000/001/891/18919.pdf> , свободный. - Joint Press/Analyst Conference Scheduled in Paris, Friday, June 2, 2006.

Чтобы осуществить сделку, NYSE надо было вытеснить конкурента - Deutsche Boerse, которая сделала встречное предложение, что и сделала NYSE, предложив 10,2 миллиарда долларов США в валюте и акциях. Это произошло 22 мая 2006 года. Несмотря на то, что Deutsche Boerse готова была предложить большую цену на следующий день, Euronext приняла предложение NYSE Group и начала процесс слияния. Европейские регуляторы разрешили сделку 5 декабря 2006 года, что привело к росту цены акций биржи Euronext на 3%. SEC также подтвердила своё согласие. 19 и 20 декабря 2006 года соответственно состоялись голосования акционеров Euronext и NYSE, на которых сделка была одобрена единогласно. Слияние было оценено в 14,2 млрд. долларов США, акционеры Euronext получили 8,8% акций объединённой биржи и 21,32\$ наличных за каждую акцию Euronext.

До слияния с Euronext в составе группы NYSE было 2 биржи:

1. традиционная NYSE.
2. электронная NYSE Arca, на которой наряду с акциями, торговались биржевые фонды и опционы на акции.

На момент осуществления сделки NYSE и Euronext уже были коммерческими, акционерными организациями. Биржа NYSE Euronext начала торги 4 апреля 2007 года в 9 утра в Париже и в 9.30 утра в Нью-Йорке, получив листинг на двух континентах.

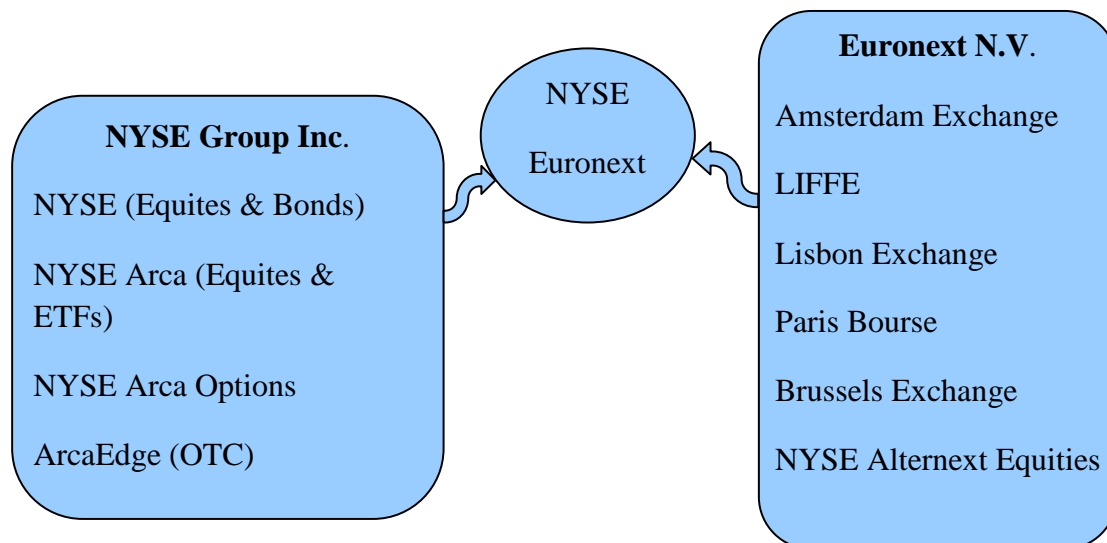


Рисунок 2.5 - Примерная схема сделки NYSE Euronext.⁶⁹

На рисунке 2.5 можно увидеть, что изначально у биржи NYSE Euronext оставалось 2 дочерних компании - одна в Европе, другая в США. И хотя у объединённой биржи было всего около 40 членов, и она работала по системе Common Customer Gateway, у инвесторов не было прямого доступа ко всем продуктам, которые торговались на ней. На схеме также видна структура дочерних компаний NYSE Euronext. NYSE – традиционная биржа, где торговались акции (по принципу голосовых торгов) и облигации (на электронной платформе). NYSE Arca - электронная система торговли акциями и биржевыми фондами. NYSE Arca Options включала электронную и традиционную систему для торговли опционами в Сан-Франциско. ArcaEdge – платформа для торговли акциями компаний с малой капитализацией на внебиржевом рынке.

Euronext N.V. включала 4 биржи в Лиссабоне, Париже, Амстердаме и Брюсселе, на которых котировались акции и деривативы. А также ей принадлежала срочная биржа LIFFE, которая до сих пор является 4 по объёму торгов производными инструментами в мире (после CME,

⁶⁹ Gorham, M. Electronic exchanges. The global transformation from pits to bits / M. Gorham, N. Singh. - US.: The Elsevier. - 171 с. - ISBN 978-0-12-374252-0.

Корейской биржи и Eurex).⁷⁰ Также к европейской части группы принадлежала платформа NYSE Alternext, на которой котировались акции малых и средних компаний из Франции, Бельгии и Голландии.

Третья сделка, с главным конкурентом NYSE на протяжении 166 лет — Американской фондовой биржей (AMEX), соединила в себе два типа слияния: традиционный и новый. Традиционным его можно назвать потому, что оно включало в себя поглощение более сильной, динамично развивающейся биржей более слабой, находящейся в процессе стагнации. Исторически AMEX всегда развивалась быстрее чем NYSE, она внедряла все инновации первой. Именно AMEX впервые ввела биржевые фонды (ETF) в 1993 году запустив фонд, основанный на индексе S&P 500 - Standard and Poor's Depositary Receipt exchange traded fund (SPDRETF). Но из-за малого объёма торгов (всего 1% рынка США) AMEX не удалось удержать лидерства и в последующие годы, несмотря на то, что на ней торговалось самое большое количество разных биржевых фондов, по объёму торгов ETF она заметно проигрывала NYSE.

Новшество данной сделки заключалось в том, что она позволила выиграть на эффекте масштаба NYSEARCA – электронной основе группы NYSE Euronext. Переведя 381 биржевой фонд с биржи AMEX на свою платформу и соединив их с существующими 240, биржа NYSE получила возможность значительно снизить операционные издержки. В то же время, этот шаг превратил торговлю биржевыми фондами в США в своего рода монополию. После завершения сделки, 96% всех биржевых фондов США торговались именно на бирже NYSE. Оставшиеся 4% торговались на биржах NASDAQ и CBOE.

Эту сделку оказалось довольно трудно реализовать. 17 июня 2008 члены AMEX проголосовали в пропорции 695 за и 7 против объединения.

⁷⁰ FIA's rating. Top 30 derivatives exchanges.- Электрон. дан.- Режимдоступа: <http://www.rts.ru/a18859>, свободный.- Размещ. 18 апреля 2009.

Так как голосовали не все, в пользу сделки выступило около 84% всех членов.⁷¹ В результате сделки биржа AMEX могла бы получить 260 миллионов долларов США в виде акций NYSE Euronext и дополнительный объём акций в сумме эквивалентной стоимости проданной штаб-квартиры AMEX.

Проблема была в том, что публично не объявлялось как именно AMEX могла быть интегрирована в группу NYSE. В итоге, все биржевые фонды AMEX были переведены на электронную систему NYSE ARCA, чтобы добавиться к уже торгуемым на ней фондам. Опционы, представленные на AMEX перешли на NYSE Amex Options, а не на NYSE ARCA Options в Сан-Франциско, как ожидалось. А акции, которые торговались на Американской фондовой бирже должны переместились на новую совместную платформу под названием Amex, подобную Alternext в Европе, которая была учреждена Euronext для размещения малых и средних компаний, которые не могли удовлетворить жёстким требованиям для листинга на 5 биржах группы Euronext.

2.2.2 Формирование группы NASDAQ OMX

После того, как ни NASDAQ, ни OMX не удалось купить LSE, они начали переговоры. OMX — шведская группа, основанная в 2003 году, включающая Вильнюсскую, Исландскую, Копенгагенскую, Рижскую, Стокгольмскую, Таллиннскую биржи, а также биржи Хельсинки и Осло. На конец 2006 года, перед сделкой с NASDAQ её капитализация равнялась 2,5 млрд долларов США.

25 мая 2007 года акционеры биржи NASDAQ согласились купить OMX за 3,7 млрд долларов США, то есть с 19% премией к цене закрытия акций биржи OMX. Два генеральных директора бирж — Роберт Грейфилд

⁷¹Pellechia, R. AMEX members approve acquisition of AMEX by NYSE Euronext / R. Pellechia -электр. данные. – Режимдоступа: <http://www.nyse.com/press/1213699341224.html>, свободный. – Размещ. 17 июн. 2008.

из NASDAQ и Магнус Бокер из OMX должны были возглавить новую биржу, первый на той же позиции, а второй как президент группы. Но у NASDAQ вдруг неожиданно возник соперник в лице Borse Dubai (холдинговой компании двух дубайских бирж — Dubai Financial Market (DFM) и Dubai International Financial Exchange (DIFX)), предложивший цену на 10% выше, то есть 4 млрд долларов США. Как выяснилось NASDAQ и Borse Dubai вовсе не были конкурентами, у них были совершенно разные интересы. NASDAQ стремился заполучить группу OMX, чтобы получить доступ к рынкам Европы, а Borse Dubai нуждалась в её технологии. Поэтому они придумали план, который бы помог достигнуть общих целей, не развязав ценовой войны. 20 сентября 2007 года они заключили сделку на следующих условиях:⁷²

- Borse Dubai платит 4 млрд долларов США акционерам OMX за 97,2% акций группы OMX.
- Borse Dubai передаёт все акции OMX бирже NASDAQ.
- NASDAQ, в обмен, отдаёт 20% акций новой биржи NASDAQOMX и определённую сумму в валюте Borse Dubai (но права голоса для неё останутся ограниченными в 5% голосов).
- NASDAQ становится официальным стратегическим партнёром и стратегическим инвестором для DIFX, которая станет работать под именем NASDAQ в результате ребрендинга и будет использовать технологии бирж NASDAQ и OMX.
- NASDAQ продаёт Borse Dubai свою 28% долю в LSE за 1,6 млрд долларов США.

Широкое присутствие Дубая в данной сделке показало, как возросла роль стран Персидского залива в новой архитектуре фондового рынка.

⁷² NASDAQ and Dubai: What's next? - Электр. Дан. – Режим доступа: http://www.pressreleasenetwork.com/newsletter/nlfin_view.phtml?nl_id=234, свободный.

Дубай владел 27% , а Катар 20% Лондонской фондовой биржи, что практически равнялось 50% в 2007 году.⁷³

Каждая биржа стремится занять определённую нишу. NASDAQ OMX Group позиционирует себя как мировую биржу, оперирующую на 6 континентах. Более 3900 компаний в 39 странах имеют листинг на NASDAQ OMX. Также у OMX была долгосрочная репутация поставщика новых технологий для бирж всего мира. Сейчас NASDAQ OMX разрабатывает и предоставляет новые биржевые технологии 60-ти странам на 6 континентах.⁷⁴

2.3 Глобализация финансовых рынков развитых стран

Глобализация мировой экономики и, прежде всего, ее финансовой составляющей, на основе развития информационно-коммуникационных технологий способствует интернационализации национального финансового капитала и биржевой деятельности. Эта сфера все больше консолидируется посредством совершенствования и развития инфраструктуры трансграничных операций, унификации и стандартизации финансовых операций на биржах.

Одновременно со стандартизацией, унификацией функционирования национальных фондовых рынков в последней четверти XX века происходит и их интернационализация, а затем в начале XXI века начинают развиваться процессы глобализации.

Интернационализация и глобализация финансовых рынков сопровождается институциональными изменениями, в частности, созданием межнациональных организаторов - торговли, в первую очередь

⁷³LondonStockExchangeAnnualReport 2007 – Электр. дан. – Режим доступа: <http://www.londonstockexchange.com/investor-relations/financial-performance/financial-key-documents/lseg-annual-report-2007-interactive.pdf>, свободный. – С.59.

⁷⁴About NASDAQ. – Электр. Дан. – Режим доступа: <http://www.NASDAQ.net/PublicPages/About-NASDAQ.aspx>, свободный – Загл. с экрана.

фондовых бирж. Этот процесс реализуется посредством международных трансграничных слияний и поглощений, а также стратегических альянсов, многообразного кооперационного сотрудничества.

Биржи могут развивать свою деятельность за рубежом по трем направлениям:

- Трансграничные операции по предоставлению биржевых услуг широкому кругу иностранных компаний;
- Открытие филиалов и отделений бирж;
- Покупка акций либо долей зарубежных бирж.

В рамках данного пункта мной будут приведены наиболее значимые процессы, которые происходили на развитых фондовых рынках и оказали значительное влияние на современную архитектуру финансового рынка развитых стран.

После того, как американская NYSE и Euronext создали первую в мире трансатлантическую биржу, а NASDAQ и скандинавская OMX - договорились о создании второй такой торговой площадки, казалось, что передел мирового биржевого рынка уже закончен. Но, как оказалось, это было всего лишь начало для процессов консолидации в мире.

Совет директоров одной из крупнейших фондовых бирж мира - британской LSE собрался 21 июня 2007 года для того, чтобы определить детали предложения по покупке итальянской Borsa Italiana.⁷⁵

Изначально сумма, которую лондонская биржа готова была предложить за итальянскую, составляла около полутора миллиардов евро. При этом LSE хотела приобрести Borsa Italiana своими акциями, а не наличными.

⁷⁵ Sukumar, N. Borsa Italiana's board resolves doubts about LSE bid (Update 1) // N. Sukumar, A. Migliaccio. – Электр. дан. – Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a.xWD5r3.NZY>, свободный. – Размещ. 22 июня. 2007.

Но в борьбу включилась и первая в мире трансатлантическая биржа, получившаяся в результате слияния американской NYSE и европейской Euronext. NYSE Euronext предложила за актив около полутора миллиардов евро - столько же, сколько и LSE.⁷⁶

Тем не менее Лондонская фондовая биржа (LSE) и итальянская Borsa Italiana 23 июня 2007 года заявили о слиянии. В ходе сделки была образована компания стоимостью в 5,8 миллиарда евро. Британская биржа предложила по 4,9 своих акций за каждую акцию оператора итальянского фондового рынка. Сумма сделки составила 1,63 миллиарда евро.

По завершении сделки акционерам LSE принадлежало 72, а акционерам Borsa Italiana – 28% объединенной компании. Ожидалось, что слияние позволит в финансовом 2009 году увеличить выручку, по меньшей мере, на 10% и ежегодно за счет слияния биржевики будут экономить около 29 миллионов евро.

До проведения сделки Borsa Italiana включала в себя семь компаний, общая выручка которых в 2006 году составила 278,5 миллионов евро. Капитализация внутреннего рынка 836,8 миллиардов евро. Итальянский фондовый рынок характеризуется как активный. В день на нем в среднем совершается 307 тысяч сделок на 6,5 миллиарда евро.

Но в ходе совершения сделки возникли и другие препятствия. Дело в том, что акциями Лондонской фондовой биржи в 2007 году владели:

- Nightingale Acquisition Limited (дочерняя компания NASDAQ) 30%
- Bear Stearns International Trading Limited 12.0%
- Kinetics Asset Management Inc./Horizon Asset Management Inc. 7.1%

⁷⁶ Macdonald, A. Borsa Italiana's Decision: LSE or NYSE? / A. Macdonald, A. Lucchetti // L., N-Y.: The Wall Street Journal. – электр. дан. – режим доступа: http://online.wsj.com/article/SB118247199215144246.html?mod=home_whats_news_us, свободный. – Размещ. 22 июня. 2007.

- Credit Suisse Securities (Europe) Limited/ Credit Suisse International 3.8%

Таким образом, при покупке Borsa Italiana за акции LSE необходимо было проводить дополнительную эмиссию акций, что привело бы к размыванию долей существующих мажоритарных акционеров. Следовательно, биржа NASDAQ на голосовании акционеров воспользовалась своим правом и заблокировала сделку. Ведь в результате её реализации их доля стала бы составлять уже 22%, а не 30% и они не могли бы блокировать решения Совета Директоров и политику биржи в целом. Отношения между NASDAQ и LSE накалились в 2006 году, когда американцы пытались поглотить лондонскую биржу, однако руководство LSE отвергало все предложения NASDAQ. Тогда американская биржа начала недружественную скупку акций лондонского конкурента, сумев накопить 30 процентов ценных бумаг. Чтобы добиться положительного решения по данному вопросу LSE пришлось заплатить свои акционерам около 1 млрд долларов США.

Как было описано выше, в результате сделки NASDAQ - OMX биржа NASDAQ продала свою 30%-ю долю в LSE Borse Dubai за 1,6 млрд. долларов США.

В ноябре 2007 года NASDAQ заявляет о своём желании купить Филадельфийскую биржу (Philadelphia Stock Exchange), старейшую в США. Это позволило бы компании серьезно улучшить свои позиции на рынке опционов. Сумма сделки - 652 миллиона долларов США.⁷⁷

Слияние бирж состоялось в первом квартале 2008 года. Слияние позволило NASDAQ стать третьей по величине биржей в США, где реализовывались опционы.

⁷⁷ Ortega, E. NASDAQ buys Philadelphia Exchange for \$652 million (Update 5) / E. Ortega. – Электр. дан. – Режимдоступа:<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=asrJchVxNq14&refer=home>, свободный. – Размещ. 7 нояб. 2007.

В декабре того же года Toronto Stock Exchange согласилась приобрести Montreal Exchange. Таким образом, объединились две крупнейшие биржи Канады.⁷⁸ Сумма сделки составила 1,3 миллиарда канадских долларов (около 1,3 миллиарда долларов США).

Слияние позволило создать единую биржу по торговле акциями и производными финансовыми инструментами. Кроме того, канадские биржи с его помощью избежали возможного поглощения со стороны зарубежных компаний.

Многие ведущие фондовые биржи вынуждены были предпринять шаги для того, чтобы избежать поглощения. В течение 2006 года лондонскую фондовую биржу LSE пыталась выкупить американская NASDAQ. После того, как это сделать не удалось, американцы договорились об объединении со скандинавским оператором бирж OMX. В то же время европейская Euronext и американская NYSE создали первую в мире трансатлантическую биржу.

Кроме большого количества сделок слияний-поглощений, 2007-2008 года стали двигателем для развития бирж по направлению расширения своей филиальной сети. В 2008 году Лондонская биржа открыла филиал в Пекине. Ранее об открытии своих подразделений в Китае заявили другие крупные мировые фондовые биржи - NYSE и NASDAQ.

Все ведущие биржи мира пытаются привлечь китайские компании на свои торговые площадки, поскольку экономика этой страны растет более чем на 10 процентов в год. Из-за этого акции китайских корпораций пользуются повышенным спросом на рынке.

На этом процесс передела европейского фондового рынка не закончился. В 2008 году NASDAQ объявил о своём желании создать в Англии биржевой площадки — конкурента LSE. В то же время девять

⁷⁸ Toronto, Montreal Exchanges announce \$1,3 bln merger. – Электр. дан. – Режимдоступа: <http://www.cbc.ca/news/business/story/2007/12/10/stock-exchange.html>, свободный – Размещ. 10 дек. 2007.

крупнейших мировых инвестиционных банков официально заявили об учреждении электронной торговой площадки Turquoise.

В список инвесторов Turquoise вошли Credit Suisse и UBS, немецкий Deutsche Bank, а также американские Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch и Morgan Stanley, французские BNP Paribas, Societe Generale. Количество эмитентов на данной площадке увеличивалось молниеносно: если в августе 2008 на ней торговались всего 10 компаний, то через месяц их число уже составило 1300.

В 2009 году Deutsche Boerse запустила новую общеевропейскую торговую площадку для купли-продажи акций по всей Европе. Новая платформа называется Xetra International Market. Для расчетов используется подразделение Deutsche Boerse во Франкфурте-на-Майне - Eurex Clearing.⁷⁹

На европейской бирже NYSE Euronext уже предлагается торговля ценными бумагами из Франции, Бельгии, Португалии и Голландии. Кроме того, в марте 2009 NYSE запустила собственную платформу NYSE Arca Europe, где совершаются сделки с акциями из Австрии, Дании, Финляндии, Германии, Италии, Норвегии, Испании, Швеции, Швейцарии, Ирландии и Великобритании.

В 2010 году состоялось объединение Лондонской фондовой биржи и её главного конкурента - электронной площадки Turquoise. По результатам сделки 60 % акций образованной в результате слияния компании останется за LSE, а оставшиеся 40 % – за нынешними учредителями Turquoise. LSE также инвестировала 20 миллионов фунтов стерлингов (22,5 миллиона евро) в Turquoise. Последняя, созданная в сентябре 2008 года девятью крупнейшими мировыми инвестбанками по

⁷⁹ Wilson, J.D Boerse plans Pan-european trading / J. Wilson // L.: The Financial Times. – 16 апр. 2009. – С.2.

итогах 2008 года стала убыточной. Потери Turquoise, как отмечает LSE, составили 15,7 миллиона фунтов стерлингов.⁸⁰

Новая биржа также была объединена с общеевропейской торговой площадкой Baikal, к созданию которой LSE вернулась в июне 2009 года. Baikal действует по системе так называемого «скрытого пула» (dark pool), позволяющей участникам торгов вести торговлю акциями анонимно, не публикуя информацию о своей стратегии и не изменяя стоимости ценных бумаг, как делается на обычных биржах.

В качестве лидера европейского рынка с 1 февраля 2010 года LSE запустила новый сервис, который впервые предоставил возможность индивидуальным инвесторам торговать корпоративными и гособлигациями. Традиционно корпоративные и гособлигации продавались юридическим лицам лотами по цене от 50 тысяч фунтов стерлингов.

Следующим активным годом для консолидации стал 2011 год. 9 февраля стало известно сразу о двух крупных сделках слияния и поглощения на рынке мировых бирж. Британская LSE согласилась купить Торонтскую биржу, а Deutsche Boerse близка к еще более амбициозному соглашению о покупке американско-европейской торговой площадки NYSE Euronext.

Эту дату можно было бы назвать исторической, ведь до этого никогда не было сделок такого масштаба. Стремление к объединению во многом было связано с желанием укрепить свои позиции на стремительно растущем рынке производных ценных бумаг (деривативов) - в первую очередь, фьючерсов и опционов.

Только слияние Deutsche Boerse и NYSE Euronext позволило бы объединить 11 рынков деривативов по всему миру. Что характерно,

⁸⁰ Sunderland, R. London Stock Exchange poised to seal merger with Turquoise / R. Sunderland // L. The Observer.– Электр. дан.– Режим доступа: <http://www.guardian.co.uk/business/2009/dec/20/london-stock-exchange-turquoise-talks>, своб. – размещ. 20 дек. 2009.

контроль над данной отраслью в объединенной компании был бы сосредоточен именно во Франкфурте, тогда как глобальное управление листинга и американских сделок с наличностью осталось бы в Нью-Йорке.

Предварительные условия сделки были таковы, что 60% акций объединенной компании получили бы именно немцы.

О первых переговорах Deutsche Boerse и NYSE Euronext по слиянию сообщалось еще в 2008 году. Тогда сделка была отложена из-за финансового кризиса.

Что касается слияния LSE и TSX, то оно намного менее масштабно. Суть сделки в том, что на LSE в большом количестве торгуются бумаги британских и иностранных сырьевых корпораций. В то же время TSX является домом для многочисленных сырьевых компаний из Канады. Таким образом, биржа заняла бы одно из первых мест в мире по рыночной стоимости добывающих компаний, прошедших там листинг. Англо-канадское объединение ставило своей целью закрепить за собой этот сектор рынка, по праву считающийся одним из самых перспективных. Планы по объединению LSE и TSX закончились провалом, после того как сделка не нашла поддержки со стороны необходимого числа акционеров канадской биржи. Об отказе от слияния сообщалось 30 июня 2011 года.

1 февраля 2012 года стало известно, что Еврокомиссия не дала разрешения на сделку по слиянию фондовых бирж NYSE Euronext и Deutsche Boerse.

Европейский регулятор пришел к выводу, что объединение бирж приведет к ограничению конкуренции. Запрос на слияние был отклонен регулятором, даже несмотря на то, что обе фондовые площадки были готовы пойти на уступки Еврокомиссии и продать часть своего бизнеса. Слияние было одобрено акционерами обеих бирж, а также регулирующими органами в Германии, Люксембурге и США. В результате сделки должна

была бы создана крупнейшая в мире биржа по объему продаж и чистой выручки.

В феврале 2012 года также стало известно, что американские биржевые операторы NYSE Euronext и CME, а также электронная товарная биржа ICE подали заявки на покупку LME.⁸¹

LME, биржа со 130-летней историей - это одна из последних площадок, которой владеют ее члены. Акции биржи разделены между 93 собственниками. Крупнейшими из них являются J.P. Morgan Chase, Goldman Sachs (9,5%), и торгующая металлом Metdist (9,4%). Поскольку для одобрения заявки нужно 75% голосов акционеров, эти три совладельца совместными усилиями могут заблокировать любое предложение.

Пока решения по продаже LME ещё не принято. Но она, несомненно, является перспективной покупкой для любой из заинтересованных бирж.

Также знаковой сделкой 2011 года стала покупка группой TMX 16% доли в Бермудской фондовой бирже, которая является одной из самых крупных оффшорных бирж мира и неизменно привлекательной для инвесторов, ведь на ней более гибкие правила листинга и не действуют законодательные ограничения, характерные для фондовых бирж развитых стран.

Изучая интеграционные процессы биржевого сектора развитых стран за период с начала 90-ых гг. 20-го века и по сей день, можно отметить, что значительно изменилась специфика сделок. Если до 2006 года сделки активно происходили на национальном уровне, то за последние 5 лет в развитых странах преобладают сделки именно трансграничные.

Во многих европейских странах сейчас функционирует по одной бирже, которая, в свою очередь, относится к той или иной

⁸¹ Grant J. NYSE Euronext and CME kick off race for LME / J. Grant // The Financial Times. – 16 фев. 2012. – С. 6

межконтинентальной биржевой группе. Рейтинг фондовых бирж WFE и рейтинги срочных бирж возглавляют биржевые группы США, причём разница в объёмах торговли у биржевых групп и отдельных институтов колоссальная. Интересна сложившаяся ситуация на финансовом рынке Японии, которая активно проводит политику объединения национальных бирж и всё же слишком закрыта, чтобы выйти на международный уровень.

Стоит также отметить, что существует тенденция управления биржей через скупку её акций. Значительно возросло влияние новых индустриальных стран мира – в ходе исследования был проведён анализ акционерного капитала LSE, Deutsche Boerse и выяснилось, что биржами развитых стран владеют холдинги из ОАЭ и Катара.

Как раз в следующей главе будет дана оценка процессов слияния и поглощения бирж на развивающихся рынках.

3 Основные особенности консолидации фондовых рынков развивающихся стран

Как и в развитых странах, наиболее динамично в развивающихся государствах в докризисные годы росли фондовые рынки. Совокупная капитализация национальных рынков акций увеличилась в 2000-2007 гг. более чем шесть раз, объем рынков долговых ценных бумаг - в три-четыре раза.⁸² В итоге в 2009 г. в ряде стран, в частности в КНР, Индии, Бразилии, ЮАР, Мексике сформировались достаточно сильные внутренние рынки, уступавшие по масштабам лишь фондовым рынкам ценных бумаг, крупнейших развитых государств. Отношение капитализации к ВВП развивающихся стран на в 2009 году представлено на Рисунке 3.1:

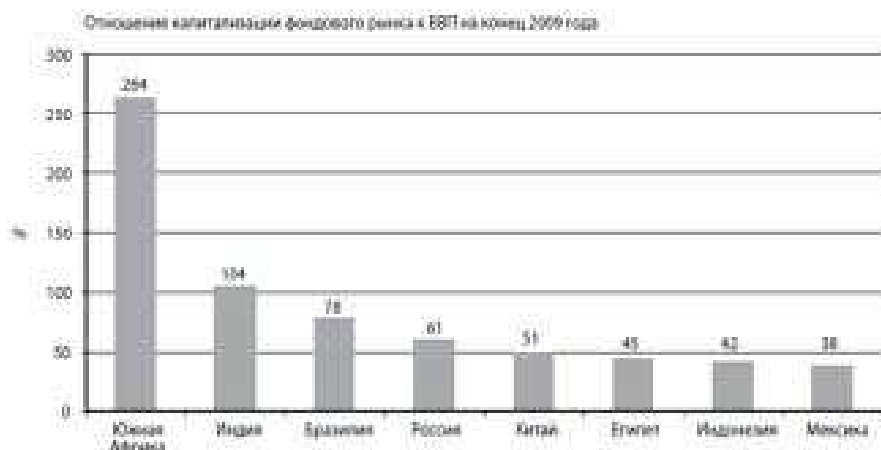


Рисунок 3.1 — отношение капитализации к ВВП развивающихся стран на конец 2009 года⁸³

Доля развивающихся стран на мировом фондовом рынке к началу июля 2009 года достигла 24% - максимума с 2003 года. С каждым годом она уверенно растёт. Самые высокие темпы роста у Бразилии и Китая.

⁸² Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). НАУФОР при участии Центра развития фондового рынка Ernst and Young. – электр. Дан. – Режим доступа: <http://naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/model-2008.pdf>, свободный.

⁸³ Кто профинансирует модернизацию? Доклад о состоянии национальной финансовой системы и возможностях её интенсивного развития. – Электр. Данные. – режим доступа: http://www.raexpert.ru/sproject/bfsr/kto_profinansiruet/, свободный.

В своей работе я бы хотела рассмотреть процессы консолидации в странах БРИКС и странах СНГ, так как обе эти группы представляют несомненный интерес для России как для партнёра. Мне бы хотелось определить направление, по которому России надо двигаться дальше и на данный момент наиболее вероятными кажутся следующие варианты: сотрудничество со странами БРИКС или СНГ. Наша страна тоже уже вовлечена в процессы интеграции бирж, о которых будет рассказано в данной главе.

3.1 Процесс консолидации бирж в странах БРИКС

Страны БРИКС - группа из пяти быстроразвивающихся стран: Бразилия, Россия, Индия, Китай, ЮАР. Сокращение BRIC было впервые предложено Джимом О'Нейлом. До 2011 года по отношению к организации использовалась аббревиатура БРИК. В связи с присоединением ЮАР к БРИК 18 февраля 2011 года, по заявлению индийского министра финансов с этого времени группа стала носить название БРИКС.⁸⁴

На фондовом рынке Бразилии активно функционируют четыре биржи. Три региональные товарные биржи, объём торгов которых незначителен и BM&FBOVESPA, которая замыкает десятку крупнейших бирж мира на 23 апреля 2012 года по рейтингу Эксперт РА.⁸⁵

Капитализация рынка акций данной биржи составляет 1,5 трлн долларов США. Своё современное название биржа носит с 2008 года, после того как объединилась с Бразильской торговой и фьючерсной биржей, в результате чего стала одной из крупнейших бирж в мире.

⁸⁴ЮАР присоединяется к БРИК // БИКИ. – М., 2010. - № 20. – С.1,4.

⁸⁵ Топ 10 крупнейших мировых бирж. РА Эксперт. – Электр. Дан. – Режим дост.: <http://expert.ru/ratings/top-10-krupnejshih-mirovyih-birzh/>, свободный.

BOVESPA была основана 23 августа 1890 года и стала первой биржей в Бразилии. До середины 60-х годов прошлого века все бразильские биржи были государственными корпорациями, обслуживающими фондовый рынок страны. Биржи были прочно связаны с министерством финансов, а брокеры назначались правительством. В результате реформы национальной финансовой системы и фондового рынка в 1965-66 годах бразильские торговые площадки стали некоммерческими ассоциациями, обладающими административной и финансовой автономией.

На сегодняшний день BOVESPA является крупнейшей фондовой биржей в Латинской Америке, сосредоточившей 70 % объёма торгов континента.

Bovespa регулируется Comissio de Valores Mobiliarios (CVM), которая является аналогом американской SEC. С 1960-ых она постоянно развивалась на основе информационных технологий, таких как внедрение компьютерных систем, мобильной связи и интернета. В 1972 году BOVESPA была первым бразильским фондовым рынком, который осуществил автоматизированную систему для передачи информации онлайн в режиме реального времени через сеть компьютерных терминалов.

В конце 1970-ых BOVESPA ввела телефонную систему торговли в Бразилии –«Sistema Privado de Operaes por Telefone» или «SPOT» (частная система торговли по телефону). В то же самое время Bovespa разработала систему онлайн - служб для брокерских фирм.

В настоящее время BM&FBOVESPA - полностью электронная биржа.

В 1997 году была успешно внедрена на бирже новая система электронной торговли, известная как Mega Bolsa. Mega Bolsa расширила потенциальный объем обрабатываемой информации и позволила бирже увеличить торговые обороты.

В 1999 году BOVESPA ввела систему «Home Broker» с целью увеличить популярность фондовых рынков среди индивидуальных инвесторов. «HomeBroker» - это торговая система с онлайн платформой, которая позволяет индивидуальным инвесторам торговать акциями. Система дает возможность пользователям выставить ордера на покупку или продажу в режиме реального времени.

В 2000 году Bovespa создала три новых листинговых сегмента - Novo Mercado («Новый рынок»), Level 2 и Level 1 на основе корпоративных стандартов управления. Новые листинговые сегменты были запущены до 2004 года, когда растущее число новых акционерных обществ попадало в листинг Novo Mercado и других сегментов. С 2004 до 2010 годы большинство новых листингов на Bovespa были проведены через Novo Mercado, Level 2 и Level 1.

8 мая 2008 года холдинг BOVESPA объявляет о слиянии фондовой биржи Сан-Паулу (BOVESPA) и Бразильской товарной и фьючерсной биржи (BM&F). Данная сделка была первой подобной сделкой в Латинской Америке и позволила финансовому рынку Бразилии превзойти по объемам торгов рынки остальных стран региона. При этом объединённая биржа уступает таким группам как NYSE Euronext и TSX Group. Согласно отчёту ВФБ на апрель 2012 года суммарная рыночная капитализация биржи составила 1,303 трлн. долларов США (соответствующие показатели NYSE Euronext - 16 трлн. долларов США, TSX – 3,5 трлн. долларов США). Но она находится на уровне таких гигантов, как Deutsche Borse (1,37 трлн. долларов США), SIX Swiss (1,16 трлн.) и Корейская биржа (1,1 трлн. долларов США).⁸⁶

Изначально, объединённая биржа ставила перед собой следующие цели - совершенствование технологий, интеграция в мировой финансовый

⁸⁶ WFE Monthly Report. April 2012. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>, свободный.

рынок и снижение издержек. Своих целей она безусловно добилась. Чистая прибыль выросла за три года практически в 3 раза — с 646 млн реалов до 1,9 трлн.⁸⁷

В 2009 году были прекращены торги методом открытого голосового аукциона. С 1-го июля 2009 года все операции стали осуществляться с помощью электронной торговой системы.

В феврале 2010 года Бразильская биржа предприняла шаги по консолидации как глобальный игрок. BM&FBovespa и CME Group объявили о стратегическом партнерстве с целью привлечения стратегических инвестиций и коммерческих возможностей с другими международными биржами.

Как участник партнерства BM&FBovespa увеличила свою долю в CME Group с 1.8% до 5% (что соответствует инвестиции в 620 млн. долларов США) и получила место в совете директоров CME. CME Group также имеет место в совете директоров BM&FBovespa.

В ходе данного сотрудничества совместно с CME Group была разработана электронная платформа Puma. Данная система основывается на системе CME Globex. 29 августа 2011 года Puma была введена и по прогнозам должна заменить собой несколько различных систем, используемых BM&FBovespa, то есть GTS для деривативов, Mega Bolsa для акций и производных от них в 2012, BovespaFIX для долгового корпоративного рынка и SISBEX для рынка государственных облигаций в 2013.⁸⁸

По количеству бирж — 23 Индия занимает первое место в мире. Большая часть бирж была создана в 90-е гг. Ещё в 1990 г. насчитывалось

⁸⁷ Historical Financial Statements. BM&FBovespa.– Электр. дан. – Режим дост.: [http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/comunicados_noticias/noticias_corporativas/Demonstra%C3%A7%C3%B5es_Financeiras - Financial_Statements.xls](http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/comunicados_noticias/noticias_corporativas/Demonstra%C3%A7%C3%B5es_Financeiras_-_Financial_Statements.xls), свободн.

⁸⁸ Brazil welcomes the world. – электр. Дан. – Режимдоступа: http://www.thetradenews.com/magazine/The_TRADE_Growth_Markets/Issue_6/Brazil_welcomes_the_world.aspx, свободный.

только 11 бирж. В 1992 г. в Бомбее заработала биржа с названием OTC Exchange of India (OTCEI). Она была создана по модели американской NASDAQ. В 1994 г. появилась National Stock Exchange of India (NSE, являющаяся в настоящее время крупнейшей в стране (капитализация 1,15 трлн. долларов США). До возникновения NSE старейшей крупнейшей биржей страны была Bombay Stock Exchange (BSE), основанная в 1875 г., на три года раньше TSE, как Ассоциация фондовых брокеров по индийским акциям. Она считается первой азиатской фондовой биржей.

Большая часть операций с ценными бумагами в Индии приходится на три основные биржи - BSE, NSE и United Stock Exchange (USE). На бирже BSE торгуются акции 5133 фирм⁸⁹, при этом около 500 из них составляют 90% всей ее капитализации, остальные бумаги неликвидны. Национальная фондовая биржа образована в 1992 году и на ней обращаются акции 1649 компаний. При этом именно на NSE происходит 70% сделок спот и большинство сделок с деривативами. Самой молодой биржей Индии является USE - она начала свою работу в 2010 году и создавалась для развития финансовых рынков страны посредством введения новых для индийского рынка, привлекательных для трейдеров и инвесторов финансовых инструментов, то есть валютных фьючерсов и опционов.⁹⁰

NSE – одна из самых успешных бирж в истории. Всего за несколько лет биржа смогла сильно вырасти, достичь колоссальных успехов, и на данный момент она занимает третье место в мире по числу проводимых операций. Такой результат стал возможным благодаря многочисленным инновациям в работе биржи, включая широкое внедрение различных электронных систем. Торги через интернет на бирже начались в 2000-ом году, что сделало её очень популярной среди трейдеров.

⁸⁹ WFE Monthly Report. April 2012. – Электрон. дан. - Режимдоступа: <http://world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>, свободный.

⁹⁰ Use India. Products. – Электр. Дан.– режим дост.: <http://www.useindia.com/showstatic.php?pageId=25#>, свободный. – Загл. с экрана.

Современная история развития фондовых бирж в КНР невелика. Две фондовые биржи в Шанхае и Шэньчжэне были учреждены в конце 1990 г. Кроме того, в Китае имеется компьютеризированная система Securities Trading Automated Quotations System (STAQ), похожая на американскую NASDAQ, являющаяся крупнейшей в мире по количеству подключенных терминалов. Также существует National Electronic Trading System (NET), созданная для торговли акциями государственных компаний и государственными облигациями. Hong Kong Stock Exchange (HKEX) была создана в марте 2000 г. в результате слияния Hong Kong Stock Exchange, ведущей свою историю с 1891 г., Hong Kong Futures Exchange и Гонконгской компании клиринга ценных бумаг. В настоящее время на бирже были зарегистрированы 1516 компании, с общей капитализацией 2,8 трлн долл. США.⁹¹

В ЮАР самой известной является фондовая биржа, которая также считается крупнейшей африканской биржей — Johannesburg Stock Exchange (JSE). Основана она была в 1887 году как место торговли ценными бумагами золотодобывающих компаний. В 1963 году она стала членом WFE. В 1996 году были предприняты первые попытки компьютеризации биржи — введена система JSE Equities Trading System (JET) для автоматизации торговли акциями, а в следующем году и система Stock Exchange New Service (SENS), позволяющая транслировать все новости, которые бы могли повлиять на курс ценной бумаги, в режиме реального времени.

В январе 1999 года совместно с четырьмя крупнейшими банками ЮАР JSE запускает Share Transactions Totally Electronic (STRATE) — Центральный депозитарий для всех инструментов, которые котируются на биржах ЮАР.

⁹¹ WFE Monthly Report. April 2012. — Электрон. дан. — Режим доступа: <http://world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>, свободный.

Начало 21 века было ознаменовано для JSE поглощением SAFEX-фьючерсной биржи ЮАР. После сделки JSE становится абсолютным лидером в ЮАР не только по торговле акциями и облигациями, а также и в области производных финансовых инструментов. В 2002 году JET заменяется английской системой SETS, позаимствованной у LSE.

В 2003 году биржа Йоханнесбурга открывает рынок альтернативных инвестиций для компаний с малой и средней капитализацией.

Стоит отметить, что страны БРИКС стремятся к сотрудничеству. Правда, пока оно скорее формальное, чем реальное. Например, в 2011 году биржи БРИКС (Бразильская фондовая биржа BM & FBOVESPA, российская ММВБ, корпорация бирж Гонконга HKEx, биржа Йоханнесбурга JSE, национальная фондовая биржа Индии NSE и Бомбейская фондовая биржа) объявили о создании альянса. Это произошло на 51-м ежегодном общем собрании Всемирной федерации бирж (WFE) в Йоханнесбурге.

На первом этапе члены альянса были намерены организовать кросс-листинг производных инструментов⁹², чтобы каждая биржа могла запускать фьючерсы на фондовые индексы других бирж БРИКС. Целями создания альянса были объявлены повышение ликвидности и привлечение на развивающиеся рынки международных инвесторов.

13 марта 2012 основные фондовые биржи стран БРИКС на 37 конференции по фьючерсам объявили о кросс-листинге деривативов на самые значимые индексы группы (бразильский IBOVESPA, русский индекс ММВБ, индийский Sensex, гонконгский Hang Seng и Hang Seng China Enterprises и южноафриканский FTSE/JSE Top40).

⁹² BRICKS stock exchanges form alliance. - электр. дан. – режимдоступа: <http://www.southafrica.info/business/investing/exchangebrics-171011.htm>, свободный. – Размещ. 17 окт. 2011.

С 30 марта 2012 года такие контракты будут торговаться в национальной валюте каждой страны и в часы работы каждой из бирж.⁹³

Данный ход можно истолковать, как стремление дать ответ процессам слияний и поглощений, происходящих на фондовых рынках развитых стран. Азиатско-Тихоокеанский регион пока только входит в данный процесс: партнеров для объединения ищут гонконгская, сингапурская и две австралийские биржи. Но процесс слияния торговых площадок вовсе не обязан выглядеть как покупка одних структур другими, и, возможно, вариант альянса, как в случае с биржами БРИКС, тоже вполне возможен. Для участников торгов важнее всего удобная и единая инфраструктура, которой на данном этапе нет. Сейчас самым главным и сложным вопросом является пост-трейдинг, то есть клиринг и расчеты между участниками. Если альянсу удастся организовать такой клиринг, когда центральные контрагенты и организаторы торгов смогут производить расчеты друг с другом в национальных валютах без использования валют-посредников — доллара или евро, — то это будет действительно важным шагом для рынков БРИКС.

Важно также отметить, что 30 марта был принят конкретный шаг в данной области — страны БРИКС поняли необходимость создания совместного банка, регулирующего расчёты на финансовом рынке.⁹⁴

Страны БРИКС связывают не только экономические, но и долгие политические отношения, у нас во многом сходны системы развития, что создаёт основу для долгосрочного эффективного сотрудничества.

⁹³ BRICKS exchanges to cross-list benchmark equity index derivatives. – электр. дан. – режимдоступа: <http://www.rts.ru/a23550/?nt=120>, свободный. – размещ. 14 мар. 2012.

⁹⁴ Frank, J. D. UPDATE 1-BRICS to eye joint bank, stock exchange tie-up at summit / J. D. Frank, B. Winter. – Reuters. - электр. дан. – режим дост.: <http://www.reuters.com/article/2012/03/28/india-brics-idUSL3E8ES5Z020120328>, своб. – размещ. 28 мар. 2012.

3.2 Особенности процессов консолидации в странах СНГ

Фондовые рынки и биржевая инфраструктура стали формироваться в странах СНГ в начале 90-х гг. практически одновременно. При этом если реальный сектор экономики и его структура в странах СНГ были в основном унаследованы от советского этапа развития, то биржевой сектор в переходный период к рыночной экономике создавался практически заново и параллельно. При наличии общих черт в процессе их формирования имелось и ряд факторов существенно его модифицирующих в частности различие экономических потенциалов, законодательные нормы, политическое устройство и степень зрелости финансовой системы. В результате фондовые рынки стран СНГ, имея ряд общих черт, приобрели свои конкретные особенности и специфический набор проблем. В настоящее время эти рынки находятся на разных ступенях развития. Наиболее развитыми являются фондовые рынки России и Казахстана, а в таких странах, как Туркменистан и Таджикистан организованный фондовый рынок вообще отсутствует.

Как правило, биржевые рынки большинства стран СНГ являются высокоцентрализованными, поскольку торги сосредоточены на одной ведущей площадке. При этом в некоторых странах она с самого начала являлась единственной фондовой площадкой (Молдова, Кыргызстан, Грузия), в других странах она становилась таковой, в результате целенаправленной политики (Армения, Казахстан). Украина (как и Россия) отличается от других стран СНГ тем, что в ней функционирует 10 организаторов торгов: Фондовая биржа (ПФТС), Киевская международная фондовая биржа (КМФБ), Украинская фондовая биржа (УФБ), Украинская межбанковская валютная биржа (УМВБ), «ИННЭКС», Приднепровская фондовая биржа (ПФБ), Украинская международная фондовая биржа (УМФБ) и Торгово-информационная система «Перспектива», Восточно-

Европейская фондовая биржа и Украинская биржа.⁹⁵ Все эти биржи базировались в трех городах (Киеве, Николаеве и Днепропетровске). В течение 90-х гг. соотношение центров биржевой торговли Украины менялось, однако в 2000-х гг. на первое место по количеству эмитентов всех типов ценных бумаг вышла ПФТС. До 2006 года ПФТС не имела статуса биржи. Ассоциация ПФТС являлась саморегулируемой организацией профессиональных участников, а её дочерние предприятия, в прошлом - «Технический центр ПФТС» было зарегистрировано как торгово - информационная система. В июне 2006 г. «Технический центр ПФТС» был переименован в дочернее предприятие «Фондовой биржи ПФТС» и в результате получила лицензию на осуществление профессиональной деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг.

Несмотря на лидирующее положение ПФТС, одной из существенных проблем фондового рынка Украины остается его фрагментация. Несмотря на позитивный прогноз на 2011 год, украинский фондовый рынок роста вовсе не показал. Дело в том, что он очень вовлечён в глобальные события, такие как кризис еврозоны и долгового кризис в США. В 2012 году падение продолжилось. С начала мая 2012 украинский фондовый рынок потерял 20% и вернулся к уровню 2009 года.⁹⁶

В других странах СНГ структура биржевого рынка является моноцентричной. Так, в Молдове основным игроком является Фондовая биржа Молдовы (ФБМ), в Кыргызстане - Кыргызская фондовая биржа (КФБ), в Узбекистане - Республиканская фондовая биржа «Тошкент» (РФБ «Тошкент»), в Белоруссии — Белорусская валютно-фондовая биржа (БВФБ), в Армении – NASDAQ OMX Armenia, в Грузии - Грузинская

⁹⁵Список бирж, зарегистрированных на Украине. – Электр. Дан. – Режимдоступа: <http://smida.gov.ua/db/emitent/search>, свободный.

⁹⁶ Максимчук, Н. Завалили сессию. Украинский фондовый рынок стал европейским аутсайдером / Н. Максимчук//Коммерсантъ Украина. – М., 2012. - № 73 (1563). – Электр. Дан. – Режим дост.: Kommersant.ua/doc/1933908, свободный.

фондовая биржа (ГФБ). В Азербайджане функционируют Бакинская межбанковская валютная биржа (BBVB) и Бакинская фондовая биржа (БФБ). Биржевая система Казахстана первоначально состояла из трех бирж: Центрально-Азиатской фондовой биржи, Казахстанской фондовой биржи и Международной казахстанской агропромышленной фондовой биржи. В настоящее время основным игроком является Казахстанская фондовая биржа (KASE). В России при наличии большого числа бирж, функционирующих с 90-х гг. XX века, в настоящее время основным организатором торговли является с недавнего времени объединённая биржа ММВБ-РТС.

Следует также отметить, что доля акций в свободном обращении даже на таких относительно развитых фондовых рынках как Россия, Украина, Казахстан невелика. Например, на Украине этот показатель не превышает 3-7 %⁹⁷.

Наиболее ликвидные рынки на Украине и в России, в то время как в Казахстане наличие большого числа институциональных инвесторов мешает росту ликвидности рынка.

Для низколиквидных бирж с небольшой долей акций в свободном обращении в капитале публичных компаний значительно больший интерес, чем капитализация представляют данные по объемам торгов, представленные в таблице 3.1.

⁹⁷ Мониторинг новостей М&А. Фондовая биржа Армении ужесточает правила надзора за рынком. – Электр. Ресурс: Журнал Слияния и Поглощения. – режим доступа: www.majournal.ru/news/ukraina/8509/, свободный.

Таблица 3.1 — Данные по объемам торгов на биржах СНГ⁹⁸

Название биржи	Среднедневной объем торгов, млн. долл. США	
	2010	2009
BBVB	н/т	н/т
KASE	7,7	17,3
БВФБ	0,4	0,2
БУТБ	н/т	н/т
КФБ	0,04	0,3
ММВБ	3988,1	3358,5
NASDAQ OMX Armenia	0,001	0,001
ПФТС	2,2	2,3
РТС	454,7	217,6
РФБ «Тошкент»	0,2	0,2
СПВБ (локальные рынки)	н/т	н/т
УЗРТСБ	н/т	н/т
УМВБ	0,2	0,1

Российские биржи значительно превосходят площадки из стран СНГ по показателям объема торгов. Только украинская ПФТС и казахстанская KASE демонстрируют более менее существенный объем торгов. Однако эти площадки характеризуются крайне низкой ликвидностью рынка. Что касается сделок на фондовых рынках других стран СНГ, то они значительно уступают объемам сделок на ММВБ-РТС. Так, за 2010 г. на ММВБ было, по данным МАБ, совершено 109,728 млн. сделок, а на РТС 8,489 млн. сделок. Это на несколько порядков превосходит показатели площадок ПФТС (386,5 тыс.) и KASE (15 тыс.). В 2010 г. ежедневные объемы торгов на «Украинской бирже» выросли по сравнению с началом

⁹⁸ Бюллетень биржевой статистики МАБ СНГ 2010. – Электр. Дан. – Режим доступа: <http://mab.micex.ru/papers/249/20111004113023.pdf>, свободный.

года с 5 млн. долл. США в 2-3 раза.⁹⁹ Такой же оборот по акциям и у конкурента ПФТС. К концу 2011 г. обороты на «Украинской бирже» выросли до 30-40 млн. долл. США. Однако даже эти обороты существенно отстают от оборотов ММВБ.

На NASDAQ OMX Armenia за 2010 г. было совершено всего 50 сделок, на КФБ 1000 сделок, на БВФБ 9000 сделок, а на УМВБ 2 сделки. Председатель Национального депозитария Украины В.Ивченко в 2005 г. высказал мнение, что «во всех странах СНГ, кроме России и Казахстана, существует скорее макет фондового рынка, чем сам рынок»¹⁰⁰.

И, действительно, с 2005 года мало что изменилось. С 2000-го года существует организация Международная Ассоциация Бирж Содружества Независимых Государств (МАБ СНГ), но конкретных мер по усилению фондовых рынков СНГ не предпринимается. Во многом это связано с отсутствием экономических выгод от взаимодействия. Например, очень тесно сотрудничают российские и украинские биржи, но это связано с тем, что акционеры ММВБ-РТС напрямую участвуют в их капитале. Самые успешные проекты взаимодействия:

1. Украинская биржа.
2. ETS.

Украинская биржа была создана как первый центр интернет торговли на Украине при взаимодействии акционеров РТС и крупнейших участников рынка Украины. В 2009 на ней начались торги ценными бумагами, в 2010 запустили срочный рынок — фьючерсы, в 2011 году были запущены и опционы. Согласно ежемесячному отчёту ММВБ-РТС в Таблице 3.2 приведены объёмы торгов.

⁹⁹ Смородская, П. Брокеры погнулись на Украину вслед за Российскими биржами. / П. Смородская, Д. Ладыгин. //Коммерсантъ – М., 2010. - № 145 (4445). – С. 8.

¹⁰⁰ Товмасын, А.А. Консолидация и экспансия национальных бирж развитых стран/ А. А. Товмасын // Экономические науки — М., 2010. - № 8 (69). -С.249.

Таблица 3.2 — Объёмы торгов на Украинской бирже за апрель-март 2012¹⁰¹

	Апрель	Март	Изменение, %
Фондовый рынок			
Объём торгов, в долларах	132,474,052	180,293,478	-26,52
Количество сделок	47,29	58,67	-19,4
Рынок производных			
Объём торгов, в долларах	131,428,266	147,564,752	-10,94
Количество контрактов	749,45	844,13	-11,22
Количество сделок	91,32	101,08	-9,65
Количество открытых позиций, в долларах	15,689,091	13,572,962	15,56
Количество открытых позиций, в контрактах	90	76,43	17,76
Всего, в долларах	263,902,317	327,858,230	-19,51

ETS – торговая система в Казахстане, специализирующаяся на товарном и срочном рынке. Система была запущена в сентябре 2009 года. Сейчас в данных сегментах она является безусловным лидером в Казахстане. На таблице 3.3 можно увидеть объёмы торгов, представленные в ежемесячном отчёте ММВБ-РТС.

Таблица 3.3 — Объёмы торгов на ETS март-апрель 2012¹⁰²

	Апрель	Март	Изменение, %
Товарный рынок			
Объём торгов, в долларах	71,256,791	108,825,050	-34,52
Объём торгов, в тоннах	435,73	817,87	-29,48
Рынок производных			
Объём торгов, в долларах	471,486,087	503,347,225	-6,33
Объём торгов, в контрактах	388,81	410,04	-5,18
Всего, в долларах	542,742,879	612,172,275	-11,34

¹⁰¹Russian Markets Newsletter. Issue 5/2012. – Электр. Дан. – Режим доступа: <http://www.rts.ru/a23586/?nt=114>, свободный. – С. 14.

¹⁰²RussianMarketsNewsletter.Issue 5/2012. – Электр. Дан. – Режим доступа: <http://www.rts.ru/a23586/?nt=114>, свободный. – С. 15.

В прошедшем 2011 году одним из значимых событий рынка ценных бумаг Кыргызстана стало слияние двух Бирж (ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» и ЗАО «Биржевая торговая система») и создание единой торговой площадки для совершения сделок с ценными бумагами. В 2011 году индекс КФБ вырос более, чем в 2 раза (на 107,8 % по сравнению с 2010 г.). Максимальный прирост был зафиксирован 21 апреля 2011 года, когда показатель индекса достиг отметки в 261 пункт. На конец года значение индекса составило 220,1 пункт, обеспечив прирост капитализации КФБ за год на 3,97 млрд. сомов. На конец 2011 г. капитализация КФБ составила 7,67 млрд. сомов (что составляет приблизительно 162 млн. долларов США).



Рисунок 3.2 — Динамика индекса КФБ¹⁰³

В целом, характеризуя фондовые рынки стран СНГ, можно констатировать, что им свойственна неразвитость инфраструктуры, ограниченная ликвидность значительной доли фондовых активов, а также отсутствие в большинстве случаев национального рынка производных финансовых инструментов. Торговля акциями лишь в некоторых странах обогнала торговлю государственными ценными бумагами как основной сегмент рынка, государственные облигации по-прежнему сохраняют доминирующую позицию. Рынки стран СНГ развиты крайне неравномерно: существует огромный разрыв между ведущими

¹⁰³ Фондовый рынок Кыргызстана: итоги 2011 года. – электр. Дан. – режим доступа: http://www.senti.kg/index.php?option=com_content&task=view&id=269&Itemid=1, своб. – Загл. с экрана.

российскими фондовыми площадками (ММВБ-РТС) и площадками других стран Содружества. Биржи СНГ весьма существенно уступают рынкам ценных бумаг не только ведущих зарубежных стран по капитализации, листинговых компаний, объёму сделок, в т.ч. по IPO, но и странам с развивающимися финансовыми рынками.

Что касается взаимодействия бирж СНГ, объёмы торгов у большинства стран СНГ незначительны, фондовые рынки так и не стали чем-то большим, чем макеты в руках государства.

Например, в 2008 году приобрела 5%-ный пакет акций единственной казахстанской биржи — KASE. Российская биржа могла бы приобрести и больший объём акций, но по закону о рынке ценных бумаг Казахстана всем инвесторам, кроме Регионального финансового центра Алма-Аты (РФЦА), запрещено владеть более чем 5% KASE.

В случае дополнительной эмиссии преимущественным правом выкупа обладают Национальный банк Казахстана и 73 других финансовых организации, которые сейчас владеют долями в KASE.

В конце 2011 года российская ММВБ и британская LSE предложили KASE стратегическое партнерство¹⁰⁴. Предложения от бирж, которые в данном случае выступают конкурентами, последовало после того, как власти Казахстана объявили о проведении "народных IPO". Летом 2011 года в Астане сообщали, что оценивают спрос на акции госкомпаний в 300-500 миллионов долларов США.

Крупные казахстанские компании пока не слишком активно размещают акции на местной бирже: они не находят там достаточного количества инвесторов и поэтому стремятся проводить IPO за рубежом, в частности, в Лондоне. Чтобы воспрепятствовать этому, KASE разработала двухлетнюю стратегию развития. Она предполагает модернизацию

¹⁰⁴Grant J. Bourses vie for tie-up with Kazakh exchange / Grant J. – электр. дан.– режим доступа: http://www.kase.kz/files/publications/2011/11_12_06_FT.pdf, свободный. – размещ. 06 дек. 2011.

системы торгов, а также принятие закона, согласно которому казахстанские компании должны будут сначала размещать до 20% своих акций внутри страны, а потом уже выходить на зарубежные биржи.

Именно в рамках этой стратегии ММВБ и LSE предложили свои услуги.

В 2006 году LSE уже вела переговоры о стратегическом партнерстве с российскими биржами. В итоге заключено несколько соглашений, в том числе и договор о создании стратегического партнерства, направленный на совместное продвижение двойных IPO российских компаний. В соответствии с договором, планировалось, что биржи будут прилагать совместные усилия для содействия российским компаниям при осуществлении первичного размещения акций. Данная работа предполагала разработку совместных маркетинговых материалов и проведение конференций по IPO в российских регионах. Также планировалась организация презентаций российских компаний для международных инвесторов в основных европейских бизнес-центрах.¹⁰⁵ Но дальнейших шагов после подписания договора так и не последовало.

Финансовая глобализация не оставила в стороне и страны СНГ. Как известно у любой биржи есть несколько вариантов наращивания капитализации. Один из самых эффективных на данном этапе развития мирового фондового рынка является проведение сделок слияния и поглощения. Этот путь позволяет в короткий срок значительно увеличить капитализацию, выйти на рынки других стран, устранить конкурентов.

С этой точки зрения хотелось бы рассмотреть перспективы российского фондового рынка в сфере консолидации.

¹⁰⁵ Потёмкин А. Вторая ежегодная конференция по рынкам капитала «IPO и после: новые финансовые продукты на горизонте». Производственное обращение / Потёмкин А. – электр. Дан. – режим дост.: www.micex.ru/file/publ/28634/comments_3573.doc, свободный.

Прибалтийские страны в отрасли биржевой торговли, как впрочем, и в других сегментах экономики, довольно быстро дистанцировались от СНГ. Все три крупных прибалтийских биржи – Рижская, Вильнюсская и Таллиннская – принадлежат группе NASDAQOMX, которая также владеет фондовыми площадками в Стокгольме, Хельсинки, Осло и Копенгагене.

Известно, что группа NASDAQOMX активно реализует планы дальнейшей экспансии на рынки бывших советских республик. В 2008 году OMX стала владельцем Армянской фондовой биржи и Главного депозитария этой страны.¹⁰⁶

Еще один регион, который в последнее время ушёл из-под влияния российского фондового рынка - Средняя Азия. Лидером здесь является Казахстанская фондовая биржа, которая в тандеме со Стамбульской владеет фондовой биржей в Киргизии. В Узбекистане национальная торговая площадка очень тесно связана с государством.

Единственное приоритетное направление на данный момент — Украина. В 2005 году РТС предлагала «Перша фондова торговельна система» (ПФТС) – лидеру местного рынка – создать дочернее предприятие на паритетных началах, но получила отказ.

Не получилось у РТС и приобрести 60% акций биржи «Иннэкс», контролирующей лишь – 0,2% оборота украинского фондового рынка. В 2009 году РТС с местными участниками создала Украинскую биржу, которая была упомянута ранее.

Интересен тот факт, что изначально у ММВБ контакты с биржами с постсоветского пространства были гораздо лучше, чем у РТС. Именно по инициативе первой в апреле 2000 года была создана МАБ СНГ, куда вошли 18 бирж, в том числе биржи России и Украины. Однако РТС в списке

¹⁰⁶Мониторинг новостей М&А. Фондовая биржа Армении ужесточает правила надзора за рынком. – Электр. Ресурс: Журнал Слияния и Поглощения. – режим доступа: www.ma-journal.ru/news/65949/, свободный.

участников долгое время не было – она вошла в состав участников ассоциации только в 2006 году.

Но создание единой ассоциации не означает, что стороны близки к тому, чтобы скоро объединиться. Во многих странах СНГ биржи играют номинальную роль – фактически сколько-нибудь крупные фондовые торги проводятся только в России и Украине. Это означает, что для РТС-ММВБ другие биржи станут представлять интерес только когда они сами пройдут несколько этапов слияний, и на рынке останется лишь несколько крупных игроков

Таким образом, на данном этапе развития фондового рынка стран СНГ эффективное невозможно достичь эффективного взаимодействия. Биржевые рынки не сформированы, не во всех странах они вообще существуют. А если существуют, то зачастую преобладают товарные биржи. Во многом это связано с недостатками законодательства отсутствием инвестирования, свободных денежных средств.

3.3 Интеграция на национальном уровне в Российской Федерации. Слияние бирж ММВБ и РТС

Одной из самых значительных сделок за всю историю российского фондового рынка стало слияние двух крупнейших российских бирж. В своей работе я бы хотела подробно рассмотреть данный процесс.

Впервые о возможном объединении двух крупнейших российских фондовых бирж – ММВБ и РТС заявил глава Федеральной службы по финансовым рынкам Олег Вьюгин в 2007 году.¹⁰⁷

¹⁰⁷ Гостева Е. Олег Вьюгин расчищает торговую площадку / Е. Гостева, Ю. Чайкина, М. Разумова // М.:Коммерсантъ - №18 (3594) – 7 фев. 2007.

ФСФР определила два пути развития фондовых бирж в России: либо консолидация, либо разделение рынка так, чтобы исключить дублирование функций. На тот момент биржи конкурировали между собой, что мешало их дальнейшему развитию.

ФСФР публично заявила, что намерена создать одну биржу, которая могла бы конкурировать с международными торговыми площадками Лондона, Нью-Йорка и Токио. Однако, при создании единой площадки, на рынке возможно образование монополии, которая повысит биржевую комиссию за размещение ценных бумаг и введет ограничения на торговлю.

Однако представители ММВБ и РТС не отреагировали на такое заявление, сославшись на нежелание их акционеров проводить сделку.

Минэкономразвития предложило концепцию превращения России в международный финансовый центр.¹⁰⁸ Согласно концепции предполагалось, что через 10 лет Москва станет одним из крупнейших игроков континента. В течение 2009 года предлагалось принять законы о биржах, инсайдерской информации и повышении ответственности директоров и менеджеров компаний.

В первую очередь планировалось резкое повышение капитализации, развитие инфраструктуры, прямой допуск иностранных инвесторов в МФЦ, освобождение операций всех участников рынка от налогов на процентные и дивидендные платежи и создание специального суда, который будет заниматься исключительно делами финансового центра.

В целом проект предполагалось реализовать в течение 10 лет. Критерии успешности довольно просты. Согласно концепции в России необходимо сформировать 5-6 крупных инвестбанков с преимущественно российским капиталом. По объему публичных первичных размещений

¹⁰⁸Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации», утверждена Правительством РФ 05.02.09. – Электр. Дан. – режим доступа: http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/economylib4/mer/resources/c14a6780409d9e7a82e4eb2c73e16b99/conception_mfc_.doc, своб.

акций (IPO) российские биржи должны входить в десятку мировых (по данным WFE в 2011 году биржа ММВБ занимала 11 место), равно как и по общему объему торгов.

Основной упор для достижения поставленной цели предполагалось сделать на реформирование биржевого рынка. Между тем потенциал основных торговых площадок довольно скромнен.¹⁰⁹ Хотя РТС и ММВБ занимают ведущее положение среди своих аналогов в Центральной и Восточной Европе, до настоящих гигантов США, Европы и Азии им очень далеко. Рыночная капитализация РТС составляет всего лишь миллиард долларов. Для сравнения, цена NYSE Euronext колеблется около 20 миллиардов долларов США, Deutsche Boerse - чуть менее 14 миллиардов долларов США.

Из концепции стало ясно, что конкурировать с западными и азиатскими биржами сможет только объединенная торговая площадка, так что предложение о слиянии российских бирж в одну обрело новую жизнь.

Но в реализации слияния, несмотря на все разговоры, существовали определённые трудности. В то время как ММВБ контролировалась Банком России, акциями РТС владело множество частных инвесторов, которым могли неоднозначно отнестись к данной идее.

Катализатором процесса слияния бирж выступила не только концепция МФЦ, но и разразившийся финансовый кризис на фондовом рынке. В частности, идея прямого слияния была отвергнута, а вместо этого биржам предложили создать холдинг. В перспективе, согласно планам формирования МФЦ, этот холдинг может пополниться и какой-то из иностранных площадок, или сразу несколькими.

В мировой практике укрупнение бирж - нормальный и естественный процесс. Скандинавский оператор OMX владеет всеми торговыми

¹⁰⁹Лансков П. Проблемы создания мирового финансового центра на постсоветском пространстве / П. Лансков, Д. Лансков // М.: Рынок ценных бумаг, 2010 - №5 – С.8-10.

площадками Скандинавии и Прибалтики. В Средней Азии казахские биржи контролируют киргизские.

Ситуация, когда на российском рынке присутствуют сразу два крупных биржевых игрока, многим экспертам казалась нестабильной.¹¹⁰ Ведь объемы российского фондового рынка и степень вовлечения капиталов крайне незначительны по сравнению с европейскими странами.

Кроме того, объединение могло существенно повысить капитализацию фондовых площадок в России. Тем не менее, существовали и достаточно весомые аргументы против слияния. В первую очередь, стоит отметить, что функции ММВБ и РТС, хотя и пересекались, но не совпадали. Например, ММВБ проводила сделки в рублях, а РТС в иностранной валюте. Таким образом, первая больше ориентировалась на отечественных игроков, а вторая привлекала иностранцев. Кроме того, специализация по видам бумаг у бирж тоже разная. Если ММВБ преимущественно торгует валютой, а также акциями и облигациями на спотовом рынке (то есть, с немедленным погашением), то РТС больше полагается на торговлю деривативами, прежде всего, фьючерсами и опционами, на срочном рынке FORTS. Хотя и ММВБ занимается срочным рынком, и РТС осуществляет прямую торговлю на рынке акций, соответствующие бизнесы для них являются сугубо второстепенными. Биржи могут прекрасно дополнить друг друга, обеспечив развитую инфраструктуру, техническое усовершенствование, повысив гарантии, снизив издержки.

Неприятный момент для инвесторов мог быть связан с потерей конкуренции между площадками. Если монополии на биржах нет, то трейдеры могут выбирать, куда им пойти. В случае, если площадки

¹¹⁰ Сюжет. Слияние ММВБ и РТС. – Электр. Ресурс Российская Газета. – Режим доступа: <http://www.rg.ru/sujet/4323/>, свободный. – Загл. с экрана.

объединились бы, то комиссия со сделок могла существенно повыситься, что бы спровоцировало массовый уход частных инвесторов.

Стоит отметить, что РТС и ММВБ - уникальные для российского бизнеса компании, поскольку ни на одной из бирж нет контролирующего акционера. Из-за этого владельцам бывает сложно договориться о стратегии развития, а уж о слиянии друг с другом - тем более.

В феврале 2011 года ММВБ договорилась с владельцами 53,7 % акций РТС о выкупе их доли. Продать ценные бумаги частной биржи согласились «Ренессанс брокер», «Атон», Альфа-банк, «Тройка Диалог» и фонд «Да Винчи».

Сделка стала возможной после приблизительной оценки РТС и ММВБ. Биржу, специализирующуюся на валютных торгах, оценили в 3,45 миллиарда долларов США, РТС - в 1,15 миллиарда долларов США. И та, и другая оценки меньше, чем стоимость крупнейших бирж мира. NASDAQ Euronext оценивается инвесторами более чем в пять миллиардов долларов США, Nyse Euronext - более чем в восемь миллиардов долларов США, а Chicago Mercantile Exchange - в 21 миллиард долларов США.

После того как ММВБ согласовала с РТС условия сделки, бирже, основанной Центробанком, пришлось перейти на единую акцию (ММВБ была разделена на ЗАО «ММВБ» и Фондовую биржу «ММВБ»). В рамках этого перехода были выпущены дополнительные ценные бумаги биржи, которые и должны были выкупить акционеры РТС. На протяжении всего времени перехода торги на РТС и ММВБ не должны были претерпеть каких-либо существенных изменений.¹¹¹

29 июня 2011 года ММВБ и РТС, крупнейшие российские биржи, подписали юридически обязывающий договор о слиянии. Приведём основные параметры сделки.

¹¹¹Группа «ММВБ» завершила переход на единую акцию. – электр. Дан. – режим доступа: <http://www.micex.ru/infocenter/presscenter/features/view/212202>, свободный. – размещ. 22 июня 2011.

Стоимость 100% акций РТС, включая привилегированные - 34,5 млрд. руб. Стоимость 100% акций ММВБ – 103,5 млрд. руб., при этом ММВБ выплачивает акционерам дивиденды в сумме 11,7 млрд. руб., частично акциями РТС, частично деньгами. ММВБ выкупает в денежной форме 35% от доли каждого акционера РТС, и впоследствии приобретенные акции распределяются текущим акционерам ММВБ в виде дивидендов. 65% - подлежат конвертации в акции ММВБ.

РТС подлежит реорганизации методом присоединения к ММВБ. ММВБ берет на себя обязательство провести IPO не позднее 30 июня 2013 года.

Существуют дополнительные обязательства в области корпоративного управления, взятые на себя акционерами ММВБ. Банк России, Сбербанк, ВЭБ, ВТБ за шесть месяцев до проведения IPO обязуются при выборе состава Совета директоров определенное количество голосов отдать за 4 кандидатов от РТС и не голосовать за изменения устава объединенной биржи, изменяющие оговоренные принципы корпоративного управления.

До IPO в Совет директоров ММВБ должны быть введены независимые директора, исключены госслужащие. Банк России не имеет права на продажу принадлежащих ему акций объединенной биржи до завершения IPO.

Примерная структура собственности в ОАО «ММВБ-РТС» представлена на Рисунке 3.3.



Рисунок 3.3 — Структура собственности ОАО «ММВБ-РТС»¹¹²

Биржи РТС и ММВБ официально объединились в понедельник 19 декабря 2011 года. Торги начались на объединенной площадке, также начал работу новый единый сайт двух бирж, ранее РТС и ММВБ сформировали единый список ценных бумаг.¹¹³

Сейчас торги на фондовых площадках проходят в трех новых секторах. Первый сектор – «основной рынок» - включил в себя все существовавшие ранее режимы торгов фондового рынка ММВБ. Второй сектор - Standard - фактически является дублером RTS Standard. Classica (третий сектор) является перенесенным на ММВБ классическим рынком РТС. Кроме того, сохраняются срочные рынки обеих бирж.

Полное слияние организационной структуры двух бирж еще не закончено. Основные изменения произойдут, когда начнется процесс технического объединения торгов. Единая биржевая инфраструктура, которая является целью слияния, еще существует только в виде проекта.

Но уже сейчас можно сказать о преимуществах объединения для всех участников торгов.

¹¹²Воличенко, П. П. Об объединении ЗАО «ММВБ» и ОАО «РТС» и о порядке выхода Банка России из числа акционеров ЗАО «ММВБ» / П. П. Воличенко. – электр. Дан. – режим доступа: www.savemicex.com/files/ForPage3/doc35.ppt, свободный.

¹¹³Руденко, П. Фондовые биржи ММВБ и РТС официально объединились / Руденко П. // М., Коммерсантъ. – 19.12.2011.

Инвесторы смогут получить доступ к новым продуктам и услугам. За счёт увеличения ликвидности и глубины рынка, сократятся спреды. Объединённая биржа станет более привлекательной для иностранных инвесторов.

Для брокеров упростится процедура взаиморасчётов, сократятся их издержки за счёт унификации операций с одной биржей, увеличится рентабельность пост-трейдинговых операций, а также увеличится число участников рынка, следовательно, вырастет объём торгов.

Для эмитентов объединение подразумевает снижение стоимости капитала за счёт увеличения ликвидности, доступ к более крупным источникам капитала, включая международных инвесторов.

Конечно же, объединение имеет большое значение для реализации концепции международного финансового центра и формирования в России устойчивой биржевой инфраструктуры. Ведь к 2013 году будет создана модель единой интегрированной инфраструктуры рынка – единые трейдинговые и пост-трейдинговые структуры (депозитарий, клиринг, листинг). Устойчивый финансовый рынок повысит привлекательность России для инвесторов, что необходимо для дальнейшего экономического развития страны.

Итак, в развивающихся странах процессы консолидации бирж идут с некоторым отставанием от развитых стран. Наиболее значительны различия между развитыми и развивающимися фондовыми рынками в трансграничных сделках по слияниям и поглощениям.

Если в развитых странах реализуется модель полной консолидации финансовых рынков, включающая свободное перемещение фондовых активов, то, например, азиатские страны развивают интеграционный процесс в рамках более узких целей: налаживание диалога и сотрудничества в решении общеэкономических проблем, формирование

регионального рынка ценных бумаг по отдельным инструментам (облигациям), выстраивание антикризисных механизмов.

Общими предпосылками взаимодействия фондовых рынков стран СНГ является необходимость развития и повышения открытости национальных рынков, существенного увеличения числа инвесторов и сделок на рынке ценных бумаг, оживления инвестиционно-финансовой деятельности в целом.

Процессы консолидации через механизмы СиП и партнерства в биржевой сфере стран СНГ приходится на период второй «волны» консолидации биржевых площадок в развитых странах и во многом связаны с экспансией российского капитала в бывшие союзные республики.

Российский фондовый рынок, учитывая его нацеленность на консолидацию с рынками стран СНГ, а также активное взаимодействие с фондовыми структурами развитых стран находится на стадии подготовки условий для активной интернационализации своей деятельности, переходу на новый, более продвинутый этап взаимодействия с фондовыми структурами в глобальной финансовой системе.

Анализируя перспективы создания единого биржевого пространства стран СНГ или стран БРИКС, стоит отметить, что страны БРИКС наиболее близки к этой цели, так как процессы на национальном уровне уже завершены (в некоторых странах, например, Россия – близки к завершению) и к 2014 году, учитывая современные темпы развития, данные страны будут готовы к выходу на международные рынки капитала.

Заключение

Несмотря на изменение характера деятельности фондовых бирж, их коммерциализацию, они до сих пор являются важным инструментом мирового финансового рынка. Ведь основной задачей их функционирования является централизация организованного фондового рынка. Они содействуют развитию накопления капитала, его распределению и перераспределению. Также важно, что за счёт увеличения конкуренции, биржи вынуждены внедрять новые финансовые инструменты, то есть биржа 21 века нередко является институтом, действующим не только на фондовом, но также и на срочном рынке.

Важнейшими особенностями развития фондового рынка отдельных стран становятся его либерализация, внутринациональная консолидация и интеграция в мировой финансовый рынок.

Биржевой сегмент мирового финансового рынка, будучи одним из элементов мировой финансовой архитектуры, использует идентичные механизмы своей консолидации, хотя и с некоторой задержкой и меньшими объемами и интенсивностью.

Практически полная отмена ограничений на перемещение капитала в 70-е гг. в развитых странах привела к тому, что рынок ценных бумаг в 90-е гг. 20 века стал международным. Интернационализации фондового рынка предшествовал, а затем и сопровождал процесс консолидации национальных биржевых площадок в различных формах.

Глобализация способствует большей открытости финансовых рынков, облегчению доступа на национальные рынки капиталов, унификации норм и правил осуществления операций, регулирования и надзора за финансовой сферой, стандартизации требований к осуществлению сделок и платежно-расчетному обслуживанию участников операций.

Консолидация фондовых рынков как объективный процесс положительно влияет на развитие национальной экономики и сопровождается увеличением притока иностранного капитала, в том числе средне и долгосрочного, облегчением условий выхода компаний и банков на мировой финансовый рынок, укреплением финансовой устойчивости банковской системы страны.

Наличие единого рынка ценных бумаг повышает его ликвидность и соответственно эффективность. Процессы консолидации биржевых рынков в развитых странах проходят, как правило, без прямого воздействия государства, но при наличии объективной законодательной базы.

Наглядным примером такого процесса формирования фондового рынка является Европейский Союз. В рамках этой организации происходит консолидация биржевых площадок, инфраструктуры рынка ценных бумаг, интеграция деятельности клиринговых палат, расчетных систем.

Процессы слияний и поглощений, как формы консолидации биржевых структур стала активно проявляться с начала 90-х гг. 20 века. При этом финансовая сфера составляла заметную долю в мировых объемах сделок по слияниям и поглощениям. В то же время биржевой сектор в этих процессах не являлся лидирующим. Сделки по слияниям и поглощениям бирж привлекли к себе внимание лишь с конца 90-х гг., при этом они носили единичный характер.

Важным направлением в международной консолидации деятельности биржевых площадок являются разного рода кооперационные соглашения, альянсы и деловые партнерства. Однако по сравнению с подобными процессами, как в финансовой сфере, так и в сфере реальной экономики, в биржевом сегменте эти процессы не носят массового характера, хотя демонстрируют заметный рост, в том числе на международном уровне.

Наиболее активно процессы консолидации протекали в США и странах Европейского Союза. Процессы консолидации сопровождались коммерциализацией бирж, их технологической модернизацией, а также интеграцией со специализированными биржами (фьючерсными, электронными).

С 90-х гг. 20 века реализуются проекты по консолидации на уровне отдельных бирж в странах ЕС через механизмы делового сотрудничества. В результате конкуренции происходила консолидация фьючерсных бирж, а затем фондовых бирж, в виде объединенной биржи Euronext - первая волна консолидации. Одновременно консолидации в ЕС происходили в рамках достаточно серьезной конкуренции между LSE и Deutsch Boerse. Трансатлантическая, сделка слияния бирж NYSEEuronext положила начало второй волне консолидации ведущих биржевых площадок на глобальном уровне.

Процесс консолидации биржевого сектора финансового рынка наиболее активно реализуется в странах с развитыми рынками, поскольку финансовая глобализация воздействует на эти рынки с наибольшей эффективностью. В странах с развивающимися рынками, соответствующие процессы получили заметное развитие лишь с конца 90-х гг. В этих странах консолидация становится способом реструктуризации финансовой системы после кризиса 1997-1998 гг.

Тем не менее, интеграция развивающихся рынков в глобальную финансовую систему последовательно нарастает. Этому способствует внутренняя консолидация деятельности бирж (Республика Корея), расширение объемов фондового рынка (Индия), возрастание роли фондового рынка в экономическом развитии (Китай). Стоит также отметить высокую роль стран БРИКС на современном фондовом рынке. Естественно, биржи Гонконга и Бразилии заметно уступают американским,

но темпы роста фондового рынка данных стран несравнимо превосходят соответствующие показатели развитых стран.

В странах БРИКС закончены процессы консолидации на национальном уровне, но, по моему мнению, базы для трансграничных сделок пока нет. Ведётся активное взаимодействие с рынками развитых стран в области введения новых продуктов, кросс-листинга.

Процессы консолидации бирж стран СНГ немногочисленны. Наибольшее продвижение в этом направлении достигнуто во взаимодействии России и Украины, Казахстана. На национальном уровне в 2011 году произошло 2 сделки слияния поглощения – в Кыргызстане и России.

Российские биржи налаживают сотрудничество с биржами дальнего зарубежья и, прежде всего с DeutscheBoerse LSE, но на данный момент это сотрудничество ограничивается информационным и маркетинговыми мероприятиями.

Несомненно, с созданием единой биржи ОАО «ММВБ-РТС» у России появились новые возможности для развития фондового рынка. Но для этого необходимо тесное сотрудничество с другими странами, привлечение новых инвесторов. Перспективным является направление развития в рамках стран БРИКС. Но есть и определённые сложности, во многом связанные с отсутствием унифицированного биржевого законодательства, единой биржевой инфраструктуры.

Список использованной литературы

Нормативные правовые акты и иные документы органов власти

1. Гражданский кодекс РФ : кодекс [от 30 нояб. 1994 г. №51-ФЗ: в посл. ред. от 6 дек. 2011 г. Часть 1, глава 4 ст. 57] [Электр. ресурс]. - Электр. дан. - Справочная правовая система «Консультант Плюс».
2. О рынке ценных бумаг : федер. закон : [от 22 апр. 1996 г. № 39-ФЗ : в посл. ред. от 30 нояб. 2011 г.] [Электронный ресурс]. – Электронные дан. – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

Книги и диссертации

3. Архипов, А.И. Экономика. Учебник для ВУЗов (изд:3) / А.И. Архипов, А.К.Большаков. - М. : Проспект, 2009. - 709 с. - ISBN5-3920-0361-3.
4. Бегаева, А. А. Корпоративные слияния и поглощения. Проблемы и перспективы правового регулирования / А. А. Бегаева. -М.: Инфотропик Медиа, 2010. - 2 с. - ISBN 978-5-9998-0011-4.
5. Бобина, М.А. Международный бизнес. Стратегия альянсов / М. А. Бобина, М. В. Грачёв. - М.: Дело, 2006. - 239 с. - ISBN 5-7749-0427-X.
6. Бубенец, А.А. Международно-правовые основы слияний и поглощений юридических лиц / А. А. Бубенец // Закон и право. - М., 2007. - №8. - С.91.
7. Галанов, В. А. Рынок ценных бумаг / В. А. Галанов, А. И. Басов. - М.: Финансы и статистика, 2004. - 130 с. - ISBN 5-279-02170-9.
8. Зиганшин, Р. З. Усиление процессов концентрации собственности в форме слияний и поглощений корпоративных структур / Р. З. Зиганшин // Интеллект-2005: Сборник научных трудов. - Тюмень, 2005. - С. 231.

9. Ионцев, М.Г. Корпоративные захваты. Слияния, поглощения, гринмейл / М. Г. Ионцев -М.: Ось-89, 2008. - 108 с. - ISBN 5-86894-799-1.
 10. Карпухина, Е. А. Международные стратегические альянсы. Опыт исследования / Е. А. Карпухина. - М.: Дело и сервис, 2004. - 176 с. - ISBN 5-8018-0237-1.
 11. Лялин В. А. Рынок ценных бумаг: учебник / В. А. Лялин, П. В. Воробьёв. - М.:Проспект, 2011. - 340 с. - ISBN 978-5-392-01277-0.
 12. Резго, Г. Я. Биржевое дело / Г. Я. Резго, И. А. Котова. - М. : Финансы и статистика, Инфра-М, 2009.- 26 с. - ISBN 978-5-279-03404-8.
 13. Рубцов, Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов — М.: Альпина Паблишер, 2007. - 727 с. - 5-9614-0435-8.
 14. Рынок ценных бумаг: учебник / Под редакцией Жукова Е.Ф. - М.: WoltersKluwer, 2010. - 132 с. - ISBN 978-5-466-00415-1.
 15. Товмасян, А. А. Консолидация фондовых бирж на мировом финансовом рынке [Текст] :дис. ... канд. экон. наук :. 08.00.14 / Товмасян Артур Артешосович. - М., 2011. - 177 с.
 16. Фондовый рынок: учеб.пособие для высших учебных заведений экономического профиля / Н. И. Берзон [и др.] - М.: Вита-Пресс, 2009. - 16 с. - ISBN 978-5-7755-1621-5.
 17. Ценные бумаги. Учебник / Под редакцией В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. - М. : Финансы и статистика, 2002. - 150 с. - ISBN 5-279-02096-6.
 18. Шершеневич, Г.Ф. Курс торгового права. Введение. Торговые деятели / Г. Ф. Шершеневич. - М.: Статут, 2005. - 438 с. - ISBN 5-8354-0142-6.
- Документальные и статистические публикации, материалы архивов:**
19. Спиридонова, А. В. Правовые проблемы «слияний и поглощений» корпораций в РФ / А. В. Спиридонова // Актуальные проблемы

частноправового регулирования: Материалы Всероссийской IV научной конференции молодых ученых. - Самара, 2004. - С. 149–152.

Периодические издания:

20. Авакян, А. А. Консолидация фондовых бирж – современная тенденция глобализации мирового финансового рынка / А. А. Авакян // Journal of Economic Regulation (Вопросы регулирования экономики). - РнД., 2010. – № 2. – С. 73–79.
21. Вержбицкий, А. Бывший чиновник Минфина Андрей Вавилов создаёт золотой фонд / А. Вержбицкий // РБК daily. - М., 2012. - 5 апреля. - С. 1.
22. Гостева Е. Олег Вьюгин расчищает торговую площадку / Е. Гостева, Ю. Чайкина, М. Разумова // М.:Коммерсантъ - №18 (3594) – 7 фев. 2007.
23. Думная, Н. Н. Риски финансовой глобализации / Н. Н. Думная // Бизнес академия. - М., 2002. - №7 (17) — С. 25-28.
24. Иванов, П. Доступная Бета или ETF – инструмент, который удобен для всех / П. Иванов // Биржевое обозрение. - М., 2009. - № 8 (68). - С. 12-14.
25. Лансков П. Проблемы создания мирового финансового центра на постсоветском пространстве / П. Лансков, Д. Лансков // М.: Рынок ценных бумаг, 2010 - №5 – С.8-10.
26. Миркин, Я. М. Фондовые биржи в России: статья коммерческими чтобы выжить? / Я. М. Миркин // Рынок ценных бумаг. – М., 2000 - №10 — С. 45-50.
27. Моисеев С. Р. Глобализация финансовых рынков: миф или реальность? / С. Р. Моисеев // Дайджест-Финансы. - М., 2002. - № 3 (87). - С. 18-24.

28. Смородская, П. Брокеры поятнулись на Украину вслед за Российскими биржами. / П. Смородская, Д. Ладыгин. //Коммерсантъ – М., 2010. - № 145 (4445). – С. 8.
29. Руденко, П. Фондовые биржи ММВБ и РТС официально объединились / Руденко П. // М., Коммерсантъ. – 19.12.2011.
30. Товмасын, А.А. Консолидация и экспансия национальных бирж развитых стран/ А. А. Товмасын // Экономические науки — М., 2010. - №68. -С.247.
31. Товмасын, А.А. Основные тенденции эволюции фондовых бирж на мировом финансовом рынке / А. А. Товмасын // Международная экономика. - М., 2011. - №2. - С. 17-20.
32. Чалдаева, Л. К вопросу об определении понятия «фондовая биржа» / Л. Чалдаева // Фондовый бизнес — М., 2002 - №1. - С.17.
33. Хвостик, Е. Биржевой курс на реформы / Е. Хвостик // Коммерсантъ. - М., 2005. - 11 мая (№ 83 (3167)).
34. Хвостик, Е. СМЕ Group предложила за NYMEX 11 млрд. долларов / Е. Хвостик // Коммерсантъ. - М., 2008. - 29 января (№ 12 (3829)).
35. ЮАР присоединяется к БРИК // БИКИ. – М., 2010. - № 20. – С.1,4.

Электронные ресурсы:

36. Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 г.). НАУФОР при участии Центра развития фондового рынка Ernst and Young. – электр. Дан. – Режим доступа: <http://naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/model-2008.pdf>, свободный.
37. Воличенко, П. П. Об объединении ЗАО «ММВБ» и ОАО «РТС» и о порядке выхода Банка России из числа акционеров ЗАО «ММВБ» / П. П. Воличенко. – электр. Дан. – режим доступа: www.savemicex.com/files/ForPage3/doc35.ppt, свободный.

38. Панфилов, В. С. Мировой кризис: генезис и последствия для макроэкономической и социальной стабильности РФ. - Электр. Данные. - Режим доступа: <http://www.ecfor.ru/pdf.php?id=2009/3/01>, свободный. - С. 12. - Размещено 01 марта 2009 г.
39. ¹ Нью-Йоркская биржа ICE приобрела NYBOT за 1 млрд долларов. - Электр. Данные. - Режим доступа <http://top.rbc.ru/economics/15/09/2006/86945.shtml>, свободный. - РБК - 15 сентября 2006.
40. ¹ Кто профинансирует модернизацию? Доклад о состоянии национальной финансовой системы и возможностях её интенсивного развития. – Электр. Данные. – режим доступа: http://www.raexpert.ru/sproject/bfsr/kto_profinansiruet/, свободный.
41. ¹ Топ 10 крупнейших мировых бирж. РА Эксперт. – Электр. Дан. – Режим дост.: <http://expert.ru/ratings/top-10-krupnejshih-mirovyih-birzh/>, свободный.
42. ¹Список бирж, зарегистрированных на Украине. – Эектр. Дан. – Режимдоступа: <http://smida.gov.ua/db/emitent/search>, свободный.
43. Мониторинг новостей М&А. Фондовая биржа Армении ужесточает правила надзора за рынком. – Электр. Ресурс: Журнал Слияния и Поглощения. – режим доступа: www.majournal.ru/news/ukraine/8509/, свободный.
44. ¹ Бюллетень биржевой статистики МАБ СНГ 2010. – Электр. Дан. – Режим доступа:<http://mab.micex.ru/papers/249/20111004113023.pdf>, свободный.
45. Фондовый рынок Кыргызстана: итоги 2011 года. – электр. Дан. – режим доступа: http://www.senti.kg/index.php?option=com_content&task=view&id=269&Itemid=1, своб. – Загл. с экрана.

46. Потёмкин А. Вторая ежегодная конференция по рынкам капитала «IPO и после: новые финансовые продукты на горизонте». Производственное обращение / Потёмкин А. – электр. Дан. – режим дост.: www.micex.ru/file/publ/28634/comments_3573.doc, свободный.
47. Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации», утверждена Правительством РФ 05.02.09. – Электр. Дан. – режим доступа: http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/economylib4/mer/resource/s/c14a6780409d9e7a82e4eb2c73e16b99/conception_mfc_.doc, своб.
48. Сюжет. Слияние ММВБ и РТС. – Электр. Ресурс Российская Газета. – Режим доступа: <http://www.rg.ru/sujet/4323/>, свободный. – Загл. с экрана.
49. ¹Группа «ММВБ» завершила переход на единую акцию. – электр. Дан. – режим доступа: <http://www.micex.ru/infocenter/presscenter/features/view/212202>, свободный. – размещ. 22 июня 2011.
50. Мониторинг новостей М&А. Фондовая биржа Армении ужесточает правила надзора за рынком. – Электр. Ресурс: Журнал Слияния и Поглощения. – режим доступа: www.ma-journal.ru/news/65949/, свободный.
51. Максимчук, Н. Завалили сессию. Украинский фондовый рынок стал европейским аутсайдером / Н. Максимчук//Коммерсантъ Украина. – М., 2012. - № 73 (1563). – Электр. Дан. – Режим дост.: Kommersant.ua/doc/1933908, свободный.
52. Вместе мы сила. - Электр. Данные. - Электронный ресурс «Эксперт Онлайн» - Режим доступа: <http://expert.ru/2012/03/14/vmeste-myi-sila/>, свободный - 22 ноября 2011.

Литература на иностранных языках:

53. 2010 WFE Annual Report & Statistics, WFE. - Электрон. дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE2010AR%20final.pdf>, свободный.
54. 2011 WFE Market Highlights, WFE. - Электрон.дан. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/files/file/stats%20and%20charts/2011%20WFE%20Market%20Highlights.pdf>, свободный. - Размещ. 19/01/12.
55. Aggarwal, R. Demutualization and corporate governance of stock exchanges / R. Aggarwal // Journal of applied corporate finance. - 2002. - №1 (15). - 105 – 113 с.
56. Aggarwal, R. Demutualization and public offerings of Financial Exchanges/ R. Aggarwal, S. Dahiya // Journal of applied corporate finance. - 2006. - №3(18). - 96 - 103 с.
57. About NASDAQ. – Электр. Дан. – Режим доступа: <http://www.NASDAQ.net/PublicPages/About-NASDAQ.aspx>, свободный – Загл. с экрана.
58. AIM Market Statistics. March 2012 - Электрон. дан. - Режим доступа: <http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/march-2012.pdf>, свободный.
59. Brazil welcomes the world. – электр. Дан. – Режимдоступа: [http://www.thetradenews.com/magazine/The TRADE Growth Markets/Issue 6/Brazil_welcomes_the_world.aspx](http://www.thetradenews.com/magazine/The_TRADE_Growth_Markets/Issue_6/Brazil_welcomes_the_world.aspx), свободный.
60. BRICKS stock exchanges form alliance. - электр. дан. – режимдоступа: <http://www.southafrica.info/business/investing/exchangebricks-171011.htm>, свободный. – Размещ. 17 окт. 2011.
61. BRICKS exchanges to cross-list benchmark equity index derivatives. – электр. дан. – режимдоступа: <http://www.rts.ru/a23550/?nt=120>, свободный. – размещ. 14 мар. 2012.

62. Chapter 2. Fundamental causes of consolidation. - Электрон. дан. - 2002.
- Режим доступа: <http://www.bis.org/publ/gten05ch2.pdf>, свободный. -
Загл. с экрана.
63. Exchanges. U. S. Securities and exchange commission. - Электр.
Данные. - W.: SECUS, 2012. - Режим доступа:
<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrexchanges.shtml>, свободный.
- Загл. С экрана.
64. Ferry J. Eurex trying to take over the US futures market, says CBOT. Risk
magazine. 17.10.2003.
65. FIA's rating. Top 30 derivatives exchanges.- Электрон. дан.-
Режимдоступа: <http://www.rts.ru/a18859>, свободный.- Размещ. 18
апреля 2009.
66. Frank, J. D. UPDATE 1-BRICS to eye joint bank, stock exchange tie-up
at summit / J. D. Frank, B. Winter. – Reuters. - электр. дан. – режим
дост.: [http://www.reuters.com/article/2012/03/28/india-brics-
idUSL3E8ES5Z020120328](http://www.reuters.com/article/2012/03/28/india-brics-idUSL3E8ES5Z020120328), своб. – размещ. 28 мар. 2012.
67. Gorham, M. Electronic exchanges.The global transformation from pits to
bits / M. Gorham, N. Singh. - US.: The Elsevier. – 161-175 с. - ISBN 978-
0-12-374252-0.
68. Grant J. Bourses vie for tie-up with Kazakh exchange / Grant J. – электр.
дан.– режим доступа:
http://www.kase.kz/files/publications/2011/11_12_06_FT.pdf,
свободный. – размещ. 06 дек. 2011.
69. Grant J. NYSE Euronext and CME kick off race for LME / J. Grant // The
Financial Times. – 16 фев. 2012. – С. 6
70. Historical Financial Statements. BM&FBovespa.– Электр. дан. – Режим
дост.:
http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/comunicados_n

oticias/noticias_corporativas/Demonstra%C3%A7%C3%B5es_Financeiras - Financial Statements.xls, свободн.

71. LME volumes surge to new record in 2011. – Электрон. дан.- Режим доступа: <http://www.lme.com/steel/12720.asp>, свободный. – Размещ. 12 янв. 2012.
72. London Stock Exchange Annual Report 2007 – Электр. дан. – Режим доступа: <http://www.londonstockexchange.com/investor-relations/financial-performance/financial-key-documents/lseg-annual-report-2007-interactive.pdf>, свободный. – С.59.
73. Macdonald, A. BorsaItaliana's Decision: LSE or NYSE? / A. Macdonald, A. Lucchetti // L., N-Y.: The Wall Street Journal. – электр. дан. – режимдоступа: http://online.wsj.com/article/SB118247199215144246.html?mod=home_whats_news_us, свободный. – Размещ. 22 июня. 2007.
74. Marek, T.M. Stock Exchange M&A, FDI & Demutualization: industrial organization changes to the better or to the worse? / T. M. Marek, P. R. Haisse. // Paper for presentation at the 8th Global Conference on Business and Economics. - Florence, Italy, 2008. - 2 с. - ISBN : 978-0-9742114-5-9.
75. Markham J. W. A financial history of United States / J. W. Markham – N-Y.: M. E. Sharp, 2002. - 334 с. - ISBN 0-7656-0730-1.
76. NASDAQ and Dubai: What's next? - Электр. Дан. – Режим доступа: http://www.pressreleasenetwork.com/newsletter/nlfin_view.phtml?nl_id=234, свободный.
77. NYSE Group and Euronext N. V. agree to a merger of equals. Combination Will Create The First Global Exchange. - Электрон. дан.- Режимдоступа: <http://www.euronext.com/fic/000/001/891/18919.pdf> , свободный. - Joint Press/Analyst Conference Scheduled in Paris, Friday, June 2, 2006.

78. Ortega, E. NASDAQ buys Philadelphia Exchange for \$652 million (Update 5) / E. Ortega. – Электр. дан. – Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=asrJchVxNq14&refer=home>, свободный. – Размещ. 7 нояб. 2007.
79. Pellechia, R. AMEX members approve acquisition of AMEX by NYSE Euronext / R. Pellechia -электр. данные. – Режим доступа: <http://www.nyse.com/press/1213699341224.html>, свободный. – Размещ. 17 июн. 2008.
80. Percentage of World Market Cap, Bespoke Invest weekly newsletter. - Электрон. Дан. - Режим доступа: <http://www.bespokeinvest.com/thinkbig/2011/8/22/percentage-of-world-market-cap.html>, свободный. - Размещ. 22.08.2011
81. Russian Markets Newsletter. Issue 5/2012. – Электр. Дан. – Режим доступа: <http://www.rts.ru/a23586/?nt=114>, свободный. – С. 14, 15.
82. Sunderland, R. London Stock Exchange poised to seal merger with Turquoise / R. Sunderland // L. The Observer.– Электр. дан.– Режим доступа: <http://www.guardian.co.uk/business/2009/dec/20/london-stock-exchange-turquoise-talks>, своб. – размещ. 20 дек. 2009.
83. Sherman, A. J. Mergers and Acquisitions from A to Z / A. J. Sherman and M. A. Hart. - N.-Y.: AMACOM books, 2006. - 11 с. - ISBN 0-8114-0880-X.
84. Sukumar, N. Borsa Italiana's board resolves doubts about LSE bid (Update 1) // N. Sukumar, A. Migliaccio. – Электр. дан. – Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a.xWD5r3.NZY>, свободный. – Размещ. 22 июн. 2007.
85. Toronto, Montreal Exchanges announce \$1,3 bln merger. – Электр. дан. – Режим доступа:

- <http://www.cbc.ca/news/business/story/2007/12/10/stock-exchange.html>,
свободный – Размещ. 10 дек. 2007.
86. Use India. Products. – Электр. Дан.– режим дост.:
<http://www.useindia.com/showstatic.php?pageId=25#>, свободный. –
Загл. с экрана.
87. WFE Monthly Report. April 2012. – Электрон. дан.- Режим доступа:
<http://world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>, свободный.
88. White, B. NYSE merger challenged/ B.White // The Washington Post. –
W., 2005 – 10 мая 2005.
89. Wilson, J.D Boerse plans Pan-european trading / J. Wilson // L.: The
Financial Times. – 16 апр. 2009. – С.2.