

**Федеральное государственное образовательное учреждение высшего  
профессионального образования**

**«Финансовая академия при Правительстве Российской  
Федерации»**

**Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»**

Работа допущена к защите

Зав. кафедрой проф. Б.Б. Рубцов

---

«\_\_» \_\_\_\_\_ 2008 г.

**Шебеко Анна Владимировна**

**Маркетмейкерство и дилерские операции как способ  
повышения ликвидности фондового рынка**

Диссертация на соискание степени магистра по направлению  
521600 «Экономика», магистерская программа «Рынок ценных бумаг  
и биржевое дело»

Научный руководитель: к.э.н. доц. Гусева И.А.

**Москва – 2008 г.**

## Содержание

Введение	3
Глава 1. Теоретические основы деятельности маркет-мейкеров	6
1.1. Ликвидность как неотъемлемая составляющая эффективной работы фондового рынка	6
1.2. Маркет-мейкеры и специалисты как профессиональные участники рынка ценных бумаг	12
1.3. Роль и функции маркет-мейкеров и специалистов в биржевых торгах	18
Глава 2. Анализ деятельности маркет-мейкеров на российских и зарубежных торговых площадках	25
2.1. Маркетмейкерство на российских и зарубежных торговых площадках (на примере ММВБ, РТС, NYSE и NASDAQ)	25
2.2. Виды ценных бумаг, поддерживаемых маркет-мейкерами на российском биржевом рынке (на примере РТС и ММВБ)	38
2.3. Технология маркетмейкерства	46
Глава 3. Проблема ликвидности российского фондового рынка и пути ее решения	54
3.1. Анализ ликвидности российского фондового рынка	54
3.2. Проблемы маркетмейкерства в России и пути их решения	59
Заключение	67
Список литературы	71
Приложения	77

## **Введение**

Рынок ценных бумаг в современной России - очень перспективная площадка для успешного долгосрочного и краткосрочного инвестирования. На протяжении нескольких лет он служит источником стабильных доходов для множества отечественных и зарубежных игроков. Ценные бумаги российских компаний набирают силу и дают своим владельцам неограниченные возможности для операций с целью получения весомой прибыли.

Фондовый рынок в нашей стране после кризиса 1998 года сумел за довольно небольшой промежуток времени оправиться и прийти к успешному функционированию. Об этом свидетельствует тот факт, что с 1998 по 2007 год индекс ММВБ вырос более чем в пятнадцать раз<sup>1</sup>.

Актуальность данной работы обусловлена отсутствием на российском фондовом рынке эффективных механизмов сопротивления негативному влиянию внешних факторов. В истории российского фондового рынка есть масса примеров, когда имел место обвал котировок акций крупных эмитентов под действием на первый взгляд незначительных факторов. В данном контексте особое значение приобретает ликвидность ценных бумаг.

Ликвидность - показатель, определяющий возможность быстро и без существенного колебания цен совершать биржевые сделки с ценной бумагой<sup>2</sup>. Чем больше сделок заключается с ценной бумагой и выше объем ежедневных торгов, тем выше ее ликвидность. Ликвидность определяется объемом торгов и количеством заключаемых сделок с ценной бумагой в течение сессии. Один из показателей ликвидности ценной бумаги - спрэд, то есть разница между котировками на покупку и продажу.

Ликвидность ценных бумаг крайне важна для российского фондового рынка, на котором активные торги проходят только с узким кругом ценных

---

<sup>1</sup> Приложения, график 1

<sup>2</sup> Алексеев М.Ю. Миркин Я.М. Технология операций с ценными бумагами. – М.: Перспектива.1992 . – 208 с.

бумаг. Небольшие и редкие сделки со многими низколиквидными бумагами могут сильно двигать их цену.

Особую роль в поддержании ликвидности ценных бумаг играют маркет-мейкеры. Маркет-мейкеры относительно новый для российского фондового рынка термин, наличие этих профессиональных участников на рынке говорит о степени зрелости российского фондового рынка. Маркет-мейкеры – это крупные дилеры, которые по соглашению с биржей берут на себя обязательство всегда выставять двойные котировки, то есть поддерживать разницу цен покупки-продажи в определенных пределах. В результате двойных котировок на рынке всегда есть и покупатель и продавец.

Целью данной работы является анализ маркетмейкерства как экономического явления и его влияния на увеличение ликвидности ценных бумаг.

Для достижения данной цели в работе решались следующие задачи:

- определение места и роли маркет-мейкеров на российском фондовом рынке;
- изучение технологий маркетмейкерства, используемых для увеличения ликвидности ценных бумаг;
- анализ эффективности воздействия маркет-мейкеров на ликвидность ценных бумаг;
- прогнозирование дальнейшего развития маркетмейкерства в России.

В данной работе рассматривается деятельность маркет-мейкеров, работающих на российском фондовом рынке, а именно на двух его крупнейших биржевых площадках РТС (Российская Торговая Система) и ММВБ (Московская Межбанковская Валютная Биржа). На РТС маркет-мейкеры работают на классическом, биржевом рынках, на рынке РТС Старт - для компаний с небольшой и средней капитализацией, а также в срочной секции РТС - ФОРТС. На ММВБ маркет-мейкеры также поддерживают фондовый и срочный рынок.

Методологической базой данного исследования послужили методы финансового и экономического анализа. Аналитическая направленность работы потребовала изучения и анализа работ российских и зарубежных специалистов в области изучения фондового рынка. В исследовании использовалась нормативная база российского рынка ценных бумаг, а именно Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», Положение о Федеральной службе по финансовым рынкам, Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 22 июня 2006 г. №06-68/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг».

Теоретической основой для работы послужили учебники и монографии российских и зарубежных авторов Я.М. Миркина, В.С. Торкановского, В. Гешанова, А.Н. Буренина, Ф. Фишера, У. О Нила и других. Также использовались публикации периодических изданий таких как «Рынок ценных бумаг», «Финансы и кредит», «Российская газета», «Коммерсант» и др., кроме печатных источников была задействована информация Интернет порталов, посвящённых фондовому рынку [biggar.ru](http://biggar.ru), [quote.ru](http://quote.ru), [finam.ru](http://finam.ru), [stockportal.ru](http://stockportal.ru) и других.

## **ГЛАВА 1. Теоретические основы деятельности маркет-мейкеров**

### **1.1. Ликвидность как неотъемлемая составляющая эффективной работы фондового рынка**

В условиях рыночной экономики перераспределение финансовых ресурсов между субъектами, имеющими временно свободные средства, и пользователями, испытывающими недостаток в финансовых средствах, осуществляется через механизм функционирования финансовых рынков.

Финансовый рынок представляет собой систему экономических отношений, возникающих между участниками рынка по поводу перераспределения временно свободных денежных средств<sup>3</sup>.

Финансовый рынок состоит из денежного рынка и рынка капиталов. Разделение финансового рынка на две части определяется особым характером обращения финансовых ресурсов, обслуживающих оборотный и основной капиталы. На денежном рынке обращаются средства, которые обеспечивают движение краткосрочных ссуд (до одного года). На рынке капиталов осуществляется движение долгосрочных накоплений со сроком более одного года<sup>4</sup>.

Фондовый рынок обслуживает как денежный рынок, так и рынок капиталов. На рис. 1 представлено место фондового рынка на финансовом рынке.

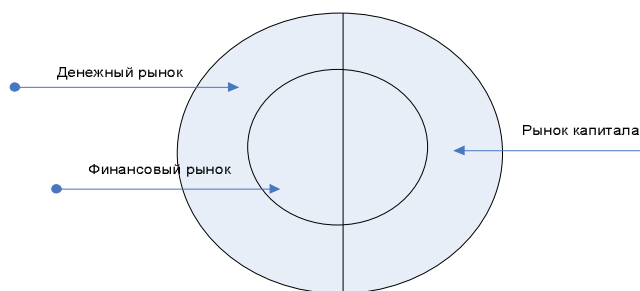
На приведенной схеме финансовый рынок представлен площадью большого круга, который разделен на 2 части: рынок капиталов и денежный рынок. Внутри финансового рынка функционирует фондовый рынок (малый круг), который является частью денежного рынка и рынка капиталов.

---

<sup>3</sup> Владиславлев Д.Н. Конкуренция и монополия на финансовом рынке. – М.:ЭкзаменЭ, 2001 . – 255 с.

<sup>4</sup> Я.М.Миркин. Ценные бумаги и фондовый рынок.:М.,Перспектива 1995.- 245 с.

Рис.1. Место фондового рынка на финансовом рынке<sup>5</sup>



Фондовый рынок – это рынок, на котором торгуют специфическим товаром – ценными бумагами. Как и любой товар, в процессе смены владельца ценные бумаги оцениваются в определенную сумму денежных средств, то есть имеют свою цену. Однако в отличие от товара ценные бумаги обладают одним замечательным свойством: они могут увеличивать богатство их владельца и приносить дополнительный доход. Связано это с их имманентной сущностью: способностью наделять своего владельца правами, которые он получает, вступая во владение ценной бумагой. Таким образом, ценные бумаги по сути - это вид капитала<sup>6</sup>.

Эффективно работающий рынок ценных бумаг выполняет важную макроэкономическую функцию, способствуя перераспределению инвестиционных ресурсов, обеспечивая их концентрацию в наиболее доходных и перспективных отраслях (предприятиях, проектах) и одновременно отвлекая финансовые ресурсы из отраслей, которые не имеют четко определенных перспектив развития. Таким образом, рынок ценных бумаг является одним из немногих возможных финансовых каналов, по которым сбережения перетекают в инвестиции. В то же время рынок ценных бумаг предоставляет инвесторам возможность хранить и преумножать их сбережения.

<sup>5</sup> Е.Ф.Жуков. Рынок ценных бумаг: М.,Юнити 2006. – 81 с.

<sup>6</sup> Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции - М.: Финансы и статистика, 1991 – 159 с.

Роль и значение фондового рынка в системе рыночных отношений определяются следующими факторами:

- 1) привлечение свободных средств в виде инвестиций для развития производства;
- 2) обеспечение перелива капитала из затухающих отраслей в быстро прогрессирующие отрасли;
- 3) привлечение средств для покрытия дефицита федерального и местного бюджетов;
- 4) возможность оценить состояние экономики по индикаторам фондового рынка;
- 5) влияние на изменение темпов инфляции.

Фондовый рынок можно классифицировать по различным признакам, в зависимости от чего структура рынка может быть представлена с различных точек зрения.

По стадиям выпуска и обращения ценных бумаг различают первичный и вторичный рынки.

**Первичный рынок** - это рынок первоначального размещения ценных бумаг. Он охватывает самые первые выпуски ценных бумаг и частично последующие выпуски. Именно на первичном рынке предприятия получают средства от размещения акций и облигаций и осуществляют финансирование своего производственного процесса.

**Вторичный рынок** предназначен для перераспределения прав на долю собственности или долгов эмитента. Сами эмитенты на вторичном рынке не получают никакого финансирования. Механизмы организованной торговли вторичного рынка служат для перераспределения ценных бумаг между крупными первичными инвесторами и более мелкими инвестиционными компаниями и частными инвесторами. Основной оборот ценных бумаг происходит именно на вторичном рынке. Без существования вторичного рынка невозможно нормальное функционирование рынка первичного. В конечном счете, собственниками бумаг прямо или опосредованно, с



помощью инвестиционных банков и фондов становятся частные лица. Наличие развитого класса частных инвесторов свидетельствует о степени развития экономики страны<sup>7</sup>. Наличие достаточного количества частных инвесторов позволяет экономике эффективно функционировать, привлекая громадные денежные средства для решения насущных хозяйственных задач.

Вторичный рынок делится на биржевой и внебиржевой. Центральное место на фондовом рынке занимает именно **биржевой рынок**. На биржевых площадках проходят самые значительные обороты торгов. Именно здесь в силу развитости технологий и совершенства регламента осуществление сделки по приобретению или продаже ценных бумаг сопряжено с минимумом временных и денежных затрат. При работе на бирже инвестор «не видит» своего контрагента по сделке. Биржа гарантирует ему исполнение его заявки по наилучшей существующей в данный момент цене. В этом основная суть биржевой торговли.

**Внебиржевой рынок** играет на фондовом рынке вспомогательную роль. Обычно на внебиржевом рынке торгуются бумаги, не прошедшие листинг на бирже. Это низколиквидные бумаги новых или региональных компаний, спрос на которые не так велик, чтобы эмитент был заинтересован в организации биржевого обращения. Сделки на внебиржевом рынке осуществляются напрямую между двумя контрагентами: покупателем и продавцом. Соответственно возникает отсутствующий на рынке риск неоплаты и непоставки, что увеличивает издержки по проведению сделки и снижает ликвидность.

Обеспечение ликвидности является важной функцией биржи. Ликвидность это возможность быстро и без существенных потерь продать или купить ценную бумагу.<sup>8</sup> При выборе финансового инструмента для покупки инвестор, прежде всего, обращает внимание на то, насколько он

---

<sup>7</sup> Дефоссе Г. Фондовая биржа и биржевые операции: Пер. с фр. – 2-е издание М.: Церих-Иэл, 1995. – 114 с.

активно обращается на вторичном рынке. Иными словами, существует ли на ценную бумагу, которую он желает приобрести, плавающее предложение, соответствующее размеру предполагаемых инвестиций. Плавающее предложение - это способность профессиональных участников рынка ценных бумаг удовлетворить потребности покупателей в случае повышенного спроса или потребности продавцов в случае возникновения избыточного предложения.<sup>9</sup> Иными словами, плавающее предложение выражает возможность и способность компенсировать возникающий баланс спроса и предложения. Величина плавающего предложения определяется, во-первых, дневным торговым оборотом и, во-вторых, объемом вторичного рынка по бумагам данного эмитента. Заметим, что объем вторичного рынка не всегда совпадает с количеством акций, находящихся в свободном обращении. Часто крупные пакеты бумаг могут принадлежать инсайдерам корпорации, аффилированным структурам и не обращаться на рынке.

Наличие большого количества участников рынка, играющих то на понижение, то на повышение, представляет как пользу, так и опасность для консервативных инвесторов. Пользу — поскольку инвестор может без значительных временных издержек и по справедливым ценам либо купить нужное количество акций, либо, наоборот, продать их. Опасность — потому что спекулянты создают избыточную подвижность цен на рынке и могут привести к значительным ценовым подвижкам.

Показателями ликвидности ценной бумаги являются высокие торговые обороты и большое количество индивидуальных заявок на покупку и продажу, которые приводят к тому, что бумага торгуется с небольшим спрэдом. Спрэд, или абсолютная разница между лучшей котировкой на покупку и лучшей котировкой на продажу, является одним из основных

---

<sup>8</sup> Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента: Учебное пособие. – М.: Финансы и статистика, 1998

<sup>9</sup> Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки: Учебник для ВУЗов. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 2004

показателей, характеризующих уровень ликвидности ценной бумаги. Чем уже спрэд, тем выше ликвидность, чем шире спрэд, тем ликвидность ниже.

Ликвидность в значительной степени определяет инвестиционную привлекательность данной бумаги. Инвесторов интересуют именно ликвидные акции, которые имеют достаточно широкий рынок. Несмотря на то, что котировкам ликвидных бумаг присущ значительный диапазон колебаний, их всегда можно продать или купить по рыночному курсу. Если спрэд большой, значит, к данным акциям проявляется недостаточный интерес. Во время покупки придется заплатить выше рыночной стоимости, а на пассивном рынке такие бумаги продать будет сложно. Таким образом, слаболиквидные бумаги снижают потенциал прибыли инвестиционных операций.

Ликвидность ценных бумаг может быть достаточно высока. Мерой ликвидности является разность между лучшей ценой на покупку и лучшей ценой на продажу, отнесенная к средней этих двух цен. Так, например, разность между ценами покупки-продажи акций РАО «ЕЭС России» составляет 0,001-0,004 рублей, что при цене акции в 24 рубля<sup>10</sup> дает очень малую величину спреда в 0,004-0,02%<sup>11</sup>. Для акций НК «ЛУКОЙЛ» эта величина может изменяться в пределах 0,50-2,00 рублей, что в процентах к цене составляет 0,025-0,1%. Косвенной мерой ликвидности можно назвать абсолютное количество бумаг конкретного эмитента, покупаемых в течение одного торгового дня. Чем больше эта величина, тем более ликвиден рынок и, следовательно, тем легче инвестору приобрести или продать нужное ему количество ценных бумаг и не потерять при этом в цене. Биржа обеспечивает условия ликвидности каждой конкретной бумаги двумя путями: разумной тарифной политикой, что привлекает частных инвесторов и созданием института маркет-мейкеров.

---

<sup>10</sup> <http://www.micex.ru>

<sup>11</sup> Захаров А.В. Станет ли фондовый рынок источником инвестиций. – М.:Издательский дом «РЦБ» / Рынок ценных бумаг № 6 (165) 2006

Итак, фондовый рынок является частью финансового рынка и обслуживает как денежный рынок, так и рынок капитала. Фондовый рынок осуществляет перераспределение инвестиционных ресурсов, обеспечивая их концентрацию в прибыльных отраслях. Для эффективного функционирования фондового рынка необходимо, чтобы он был ликвидным. Обеспечение ликвидности является важной функцией биржи. Биржа обеспечивает условия ликвидности каждой конкретной бумаги через институт маркет-мейкеров.

## **1.2. Маркет-мейкеры и специалисты как профессиональные участники рынка ценных бумаг**

В широком понимании к участникам рынка ценных бумаг относятся его непосредственные участники, а также государственные и общественные органы его регулирования и контроля.

В контексте данной работы нас интересуют непосредственные участники рынка ценных бумаг, которые подразделяются на профессиональных и непрофессиональных участников.

Непрофессиональные участники рынка – это эмитенты и любые инвесторы, работающие на рынке ценных бумаг. К ним относятся, как те, которые разместили большую часть своих капиталов среди ценных бумаг, так и те, которые вложили лишь небольшую долю своих средств в ценные бумаги. Эмитентами называются участники фондового рынка (государство, местная администрация или акционерное общество), выпускающие ценные бумаги для привлечения необходимых для денежных средств<sup>12</sup>.

Инвесторы (или их представители, не являющиеся профессиональными участниками рынка ценных бумаг) – это лица, вкладывающие собственные

---

<sup>12</sup> Зверьков В.Г. Как заработать на рынке акций 30%, 50%, 100% годовых – это реально!: Российский опыт. – СПб.: Невский проспект; Вектор, 2007. – 394 с.

или заёмные денежные средства в проекты, активы, и в том числе в ценные бумаги. Инвесторами могут быть частные лица, организации, компании и различные фонды.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг – это лица, которые осуществляют профессиональные виды деятельности на данном рынке. Профессиональные участники имеют право работать на данном рынке только при наличии специальной лицензии на осуществление определенного вида профессиональных услуг на данном рынке. Согласно последней редакции закона “О рынке ценных бумаг”, профессиональными участниками фондового рынка могут быть только юридические лица.

Принимать участие в торгах на бирже простые частные инвесторы могут только через брокера. Брокер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, который совершает операции исключительно для клиентов и за счет клиентов. Основная обязанность брокера — обслуживать своих клиентов на рынке ценных бумаг, выводить их сделки на рынок посредством своих технических средств, консультировать клиента по вопросам покупки-продажи ценных бумаг, всячески помогать ему при работе на фондовом рынке.

Брокер выполняет поручения клиентов. Только через него клиент может выйти на биржу. Поручения могут быть разного рода и оговариваются в договоре. Самый простой вид поручения состоит в том, что клиент четко формулирует параметры заявки, которую и выполняет брокер. Выделяют договор комиссии и поручения. По договору комиссии брокер обязуется по поручению клиента за комиссионное вознаграждение совершить одну или несколько сделок от своего имени и за счет клиента. Стороной по сделке выступает брокер, и он несет ответственность за ее исполнение. По договору поручения брокер обязуется совершить от имени клиента и за счет клиента определенные юридические действия. Стороной по сделкам выступает клиент, и он несет ответственность за исполнение сделки. В большинстве

случаев между клиентом и брокером заключается договор комиссии. С юридической точки зрения он является более простой формой договора.

Особое значение на рынке ценных бумаг имеют дилеры, маркет-мейкеры и специалисты, так как именно они оказывают наибольшее влияние на изменение ликвидности ценных бумаг. Дилерская деятельность — это совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам<sup>13</sup>.

Простую куплю-продажу ценных бумаг за свой счет, то есть в собственных интересах, а не только в интересах клиентов, могут осуществлять и другие профессиональные участники рынка ценных бумаг, которым такое право предоставлено, например брокеры. Но чтобы выставлять публичные котировки на покупку и продажу какого-то круга ценных бумаг, необходимо получить статус дилера на рынке ценных бумаг.

Следовательно, необходимо различать, во-первых, дилерскую деятельность как профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг; во-вторых, дилерскую деятельность как торговую деятельность, осуществляемую за счет своих средств.

Дилерами на рынке обычно выступают крупные компании, располагающие солидным собственным капиталом, без которого просто невозможно поддержание рынка ценной бумаги в «рабочем» состоянии. У дилера в обычном случае должно всегда иметься необходимое количество бумаг (собственный «портфель»), чтобы удовлетворять все изменения (скачки) спроса на данную ценную бумагу и одновременно выкупать с рынка «избыточное» количество этой бумаги, когда конъюнктурный спрос на нее падает.

---

<sup>13</sup>Галанов В.А. Рынок ценных бумаг. – М.:ИНФРА-М. – 2008 . – 379.с.

Дилеры работают на рынке с любыми его участниками, но все же чаще они контактируют с брокерами, а не непосредственно с самими клиентами (инвесторами). Прямой контакт у клиентов с дилерами имеется обычно в случае осуществления крупных (больших по объему) сделок с курируемой дилером ценной бумагой.

В отличие от дохода брокера доход дилера складывается из разницы между продаваемыми им бумагами и ценой их покупки у других участников рынка.

В России дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией. Как правило, это банки и инвестиционные компании. Дилер ведет торговлю от своего имени и за свой счет. Сделки от имени и по поручению дилера совершает его доверенное лицо - трейдер<sup>14</sup>. Дилер - это фирма, а трейдер - живой человек. Трейдером называют также любое частное лицо, торгующее на бирже через брокера. Таким образом, трейдер - это живой человек, непосредственно осуществляющий сделки на бирже или принимающий решения о проведении биржевых сделок через брокера.

Если трейдер представляет интересы дилера, то его называют корпоративным трейдером. Например, в банках обычно имеется подразделение, сотрудники которого - трейдеры - от имени банка торгуют ценными бумагами. Одна из целей корпоративных трейдеров - поддержание ликвидности рынка, они проводят большое число операций, в результате этого на рынке всегда есть покупатели и продавцы. На Западе институт корпоративных трейдеров получил широкую практику, в России он только зарождается.

Если физическое лицо на свои средства торгует ценными бумагами через брокера, то его называют частным трейдером. У частного трейдера нет

---

<sup>14</sup> Воловикова А.М., Семенов А.В. Три эпохи биржи в России. – М.: Финансы и статистика, 1993. – 93 с.

менеджера, его действиями никто не управляет, все решения он принимает на свой риск. Отсутствие менеджера - одна из причин, по которой большинство частных трейдеров торгуют хуже корпоративных.

Крупного дилера, сделки которого оказывают заметное влияние на рынок, называют оператором рынка. Например, «Сбербанк» является оператором фондового рынка России. Но сделки заключают не только дилеры. Брокеры тоже заключают сделки, но по поручению клиентов. Если объем сделок, проводимых брокером, велик, то его тоже можно назвать оператором. С целью поддержания ликвидности рынка крупные дилеры берут на себя обязательство всегда выставлять двойные котировки. Такого дилера принято называть «маркет-мейкером» (от market-maker – «делатель рынка»). Маркет-мейкер - выступает оптовым продавцом ценных бумаг.

По терминологии, принятой на фондовых рынках развитых стран, профессиональная дилерская деятельность на российском рынке еще может называться маркетмейкерством.

Маркет-мейкер — это дилер, который «отвечает» за рынок определенной ценной бумаги, поддерживает его ликвидность, определяет текущие цены на конкретную ценную бумагу в зависимости от складывающегося спроса и предложения на нее. Маркет-мейкер по соглашению с биржей обязан поддерживать разницу цен покупки-продажи в определенных пределах. За это маркет-мейкер получает от биржи возможность по льготным условиям совершать операции с ценными бумагами, которые он поддерживает (уменьшенные комиссии либо полное их отсутствие). Ликвидность ценных бумаг, обращающихся на бирже, — это существенная «приманка» для частных инвесторов, обеспечивающая им возможность продать или купить необходимое количество ценных бумаг за минимальное время по наиболее выгодной и справедливой цене, существующей на рынке в момент совершения операции.



Маркетмейкерство составляет основное содержание дилерской деятельности и в свою очередь включает целый ряд действий на рынке. В частности:

- ✓ объявление цен покупки и продажи ценной бумаги в соответствующей торговой системе;
- ✓ обязательства по покупке и продаже ценной бумаги по цене, объявленной на момент поступления приказа;
- ✓ установление минимального и максимального количества ценных бумаг, которые могут быть куплены (проданы) по объявленным ценам;
- ✓ установление в необходимых случаях сроков, в течение которых действуют объявленные цены<sup>15</sup>.

Так как маркет-мейкер непосредственно находится на рынке, точнее, представляет сам рынок, то он обладает совершенно неоспоримыми преимуществами перед любыми другими участниками рынка, перед всеми его клиентами.

На некоторых биржах функции маркет-мейкеров выполняет специалист.

Специалист – это участник торгов, который наблюдает за ходом торговли по конкретной бумаге, за которую отвечает. За каждой ценной бумагой закреплен только один специалист. Но сам специалист может работать с несколькими бумагами и отвечать за них. Основная обязанность специалиста - обеспечение ликвидности данной бумаги. Различия между маркет-мейкером и специалистом состоят в том, что специалисты берут на себя более жесткие обязательства по сравнению с маркет-мейкерами.

Инфраструктура фондового рынка обеспечивает его эффективное функционирование. Непосредственные участники рынка ценных бумаг брокеры, дилеры, маркет-мейкеры и специалисты компании являются

---

<sup>15</sup> Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта. – М.:Олим-Бизнес, 2003 – 470 с

движущими силами рынка и определяют его движение и развитие. Особое место в инфраструктуре фондового рынка занимают маркет-мейкеры и специалисты, обеспечивающие ликвидность ценных бумаг, которая является основой эффективного функционирования данного рынка.

### **1.3. Роль и функции маркет-мейкеров и специалистов в биржевых торгах**

Как уже было сказано в предыдущих пунктах, маркет-мейкером называют профессионального участника рынка, в обязанность которого входит непрерывно поддерживать двусторонние котировки по ряду ценных бумаг, обращающихся на вторичном рынке. Он выставляет оферты на продажу (ask) и покупку (bid) бумаг эмитентов, за которые отвечает. Разница между ценами ask и bid, называемая bid-ask спрэд, составляет премию, которую маркет-мейкер хочет получить за то, что вынужден постоянно рисковать, выступая нередко единственным продавцом или покупателем в отсутствие встречного предложения или спроса со стороны других участников рынка. Эта премия является также платой за риск открытых позиций по бумагам, которые помимо наличности, маркет-мейкер должен иметь в своем распоряжении, чтобы исполнять роль своего рода «обменного пункта» для всех желающих купить или продать бумаги по текущим ценам<sup>16</sup>.

Маркет-мейкер — это официальный статус, который получает участник торгов за обязательство непрерывно поддерживать двусторонние котировки и выполнять сделки по выставленным предложениям на покупку и продажу. При этом все прочие участники лишаются возможности торговать между собой и могут заключать сделки только с маркет-мейкером<sup>17</sup> и только по выставленным им ценам и объемам. Это очень жесткое ограничение, которое до сих пор действует на дилерском рынке. К примеру, простой

---

<sup>16</sup> Каменева Н.Г. Организация биржевой торговли: Учебник для студ.вузов по экон. спец. – М.Банки и биржи: Юнити, 2003. – 304 с.

<sup>17</sup> Это правило работало в полную силу до 1987 г.

участник торгов не может на дилерском рынке выставить свою заявку внутри бид-аск спреда. Это та плата, которую платят прочие участники (как правило, частные инвесторы) за возможность быстро открыть или закрыть позицию по бумагам. В обмен на обязательство быстро купить или продать клиенту указанное в оферте маркет-мейкера количество ценных бумаг по определенной цене маркет-мейкер требует, чтобы прочие участники рынка осуществляли сделки на дилерском рынке только с маркет-мейкерами. В этом существенное отличие дилерского рынка (NASDAQ) как от рынка специалистов (NYSE), так и от систем автоматического сведения котировок (ММВБ). Процесс маркетмейкерства на российских площадках существенно отличается от того же самого процесса, например, на американских площадках.

Значение маркет-мейкеров на рынке ценных бумаг трудно переоценить. Своими операциями они сглаживают колебания цены, ликвидируя регулярно возникающий дисбаланс между спросом и предложением. Наиболее развит институт маркет-мейкеров в США. В России маркет-мейкеры работают в Российской торговой системе (РТС), представлены они также и на ММВБ.

Не на всех рынках работают маркет-мейкеры. Роль маркет-мейкера состоит в готовности назвать двустороннюю котировку рыночным посредникам с тем, чтобы обеспечить ликвидность продуктов, обращающихся на рынке. Как было сказано выше, маркет-мейкеры, обеспечивающие ликвидность рынка, получают определенные привилегии в качестве вознаграждения за тот риск, который они берут на себя, заключая сделки независимо от того, хотят они этого или нет. По крайней мере, теоретически потенциальная прибыль для маркет-мейкера как для оптовика заключается в разнице между двумя ценами.

На самом деле торговля не так уж проста, как может показаться, так как в одно и то же время может существовать очень много покупателей и лишь несколько продавцов, и наоборот. В связи с этим необходимо, чтобы

маркет-мейкер мог открыть короткую позицию (то есть - продать те ценные бумаги, которых у него нет) и иметь возможность взять ценные бумаги в кредит для того, чтобы осуществить поставку этих ценных бумаг. Более того, маркет-мейкерам обычно предоставляется приоритетное право заключать сделки по своим котировкам до того, как это сделают другие пользователи рынка.

При стремительном движении рынка маркет-мейкер не успевает заработать на разнице цен покупки и продажи. В этом случае он несет потери, к которым готов и на которые согласился добровольно. При обвале цен на рынке все хотят только продавать. Но кому? Кто согласится покупать акции, если их цена падает? Соглашается маркет-мейкер: если он не будет покупать, то на рынке начнется паника, и цены упадут еще больше. Маркет-мейкер поддерживает стабильность рынка, он в этом, как основной участник рынка, сильно заинтересован. Когда рынок успокоится, маркет-мейкер снова станет зарабатывать на разнице цен покупки и продажи.

Специалисты - отдельная категория участников торгов, принимающая на себя дополнительные обязательства с целью повышения ликвидности ценных бумаг, включенных в утверждаемый дирекцией биржи перечень ценных бумаг при условии предоставления бирже рекомендации от эмитента ценных бумаг или управляющей компании.

Специалистами не могут быть участники торгов, являющиеся одновременно эмитентом данной ценной бумаги, а также участники торгов, совмещающие свою деятельность с деятельностью управляющей компании в отношении выпущенных ценных бумаг.

Основными задачами специалиста, также как и маркет-мейкера, являются повышение «торгуемости» низколиквидных ценных бумаг и компенсация ценовых колебаний, но кроме этого специалист способствует «раскрутке» рынка инвестиционных паев. Наличие на бирже специалистов создаёт дополнительные преимущества для проведения IPO и повышает интерес со стороны инвесторов к отдельным ценным бумагам.

Механизм работы специалиста на первый взгляд похож на маркетмейкерство - он берет на себя обязательство поддерживать бид-аск спрэд на уровне не более определенного. Если нет желающих продать бумагу, то специалист обязан выставить и держать предложение на продажу бумаг. Если нет желающих купить бумагу, то специалист обязан выставить и держать предложение на покупку бумаг. К специалисту стекаются все ордера на покупку и продажу бумаг. Из этого специалист определяет баланс спроса и предложения и либо выводит на рынок предложения брокеров/дилеров, либо выставляет свои заявки на покупку и продажу бумаг. Если разница между лучшей ценой продавца и лучшей ценой покупателя мала, то специалист выводит на рынок клиентские заявки. Если спрэд более допустимой величины, то специалист обязан выставить свою, лучшую заявку на покупку или на продажу ценных бумаг. Естественно, специалист принимает решение о выставлении своей заявки исходя из баланса спроса и предложения. Если маркет-мейкер добавляет свою заявку к уже существующей заявке специалиста, то специалист обязан пропустить такую заявку вперед своей и отдать возможную сделку другому участнику торгов.

Таким образом, на специалиста возложены довольно жесткие функции по поддержанию рынка и ликвидности конкретной бумаги. Специалист — единственный, кто видит весь рынок и понимает, в какую сторону он будет двигаться. Это позволяет ему извлекать выгоду из таких движений в свою пользу. Кроме того, в отличие от всех прочих участников рынка он может торговать на бирже с минимальнейшими комиссиями или вообще без них. Самое важное, что, поддерживая цену и ликвидность бумаги, он является основным покупателем и продавцом. Купив по одной цене, он тут же выставляет заявку на продажу по более высокой цене. Это основной источник дохода специалиста.

Базовым отличием между специалистом и маркет-мейкером является то, что за каждой бумагой может быть закреплен только один специалист, но сам специалист может работать с несколькими ценными бумагами, а в случае

использования института маркет-мейкеров одну и ту же ценную бумагу могут поддерживать несколько маркет-мейкеров.

Кроме того, можно выделить следующие отличия в функциях специалистов и маркет-мейкеров. Статус маркет-мейкера или статуса специалиста может быть предоставлен участнику торгов только по ценным бумагам, перечень которых определяется решением дирекции биржи, включая ценные бумаги, планируемые к допуску к торгам в котировальных списках, предусматривающих обязательное наличие маркет-мейкеров. Но для маркет-мейкеров этот список включает в себя любые допущенные к обращению акции и облигации, обладающие ликвидностью, тогда как для специалиста перечень ценных бумаг ограничен акциями в процессе IPO (до формирования ликвидности) и «нераскрученными» акциями «второго эшелона», а также ПИФаами. В утвержденный перечень ценных бумаг входят бумаги, отбор которых осуществляется по критерию ликвидности, на основе следующей формулы<sup>18</sup>:

$$K = \prod_i \frac{F_i}{F_i^{\max}}$$

Где  $F_i$  – критерии ликвидности:

- количество торговых дней, в которые совершались сделки с ценной бумагой;
- количество сделок с ценной бумагой;
- объем торгов ценной бумагой;
- количество участников торгов, заключивших сделки с ценной бумагой.

$i = 1, 2, \dots, N$

---

<sup>18</sup> <http://www.micex.ru>

$N$  — количество ценных бумаг, допущенных к обращению в ЗАО «ФБ ММВБ»,

$F_i \max$  — максимальные значения критериев выбора ценных бумаг.

Данный перечень пересматривается не реже одного раза в полгода в течение первых 10 торговых дней нового полугодия. В отношении перечня ценных бумаг, поддерживаемых маркет-мейкерами такого жесткого требования нет, и пересмотр осуществляется в соответствии с конъюнктурой рынка.

Различаются также и условия получения соответствующего статуса. Статус специалиста присваивается на основании соглашения о поддержании односторонних котировок (на покупку или на продажу), а статус маркет-мейкера подразумевает под собой поддержание двухсторонних котировок.

Обязательства специалиста заключаются в постоянной, за исключением котировального перерыва, подаче заявок любого вида в систему торгов в ходе торговой сессии, рассчитанные как отклонение цены в указанных заявках от текущей средневзвешенной цены ценной бумаги, и поддерживать совокупный объем поданных заявок. Маркет-мейкер же может подавать только заявки маркет-мейкера от своего имени и за свой счет с ценовыми условиями, при которых величина фактического спреда, меньше или равна величине предельного спреда, и поддерживать совокупный объем поданных заявок.

Кроме специалиста никто не имеет права подавать в систему торгов заявки с сохранением в котировках, кроме того, при подаче заявок помимо своих средств, специалист вправе использовать средства клиентов. Маркет-мейкер имеет на рынке иные преимущества, такие как льготы по комиссионному вознаграждению, но при подаче заявок вправе использовать только свои средства.

Деятельность специалиста и маркет-мейкера, направлена на повышение ликвидности ценных бумаг. Их действия на рынке на первый взгляд похожи, но при детальном рассмотрении выявляется ряд отличий,

начиная от условий предоставления конкретно статуса, до перечня поддерживаемых ценных бумаг и выставяемых заявок. Подводя итог, можно сказать, что условия работы специалиста по сравнению с маркет-мейкером более жёсткие, но преференции, предоставляемые ему на рынке, компенсируют данные ограничения.



## **ГЛАВА 2. Анализ деятельности маркет-мейкеров на российских и зарубежных торговых площадках**

### **2.1. Маркетмейкерство на российских и зарубежных торговых площадках (на примере ММВБ, РТС, NYSE и NASDAQ)**

Биржи и торговые площадки – главные организаторы торговли на рынке ценных бумаг. Именно на биржах проходит основной оборот торгов по наиболее ликвидным ценным бумагам высококласных эмитентов. Поэтому биржи являются основным структурным элементом рынка ценных бумаг. Биржа берет на себя организацию ликвидности рынка и обеспечение гарантий совершения сделок как продавцам по поставке денег за проданные бумаги, так и покупателям по поставке купленных активов<sup>19</sup>.

Торговать на бирже могут только члены биржи. Членами биржи могут быть только юридические лица - профессиональные участники фондового рынка, имеющие лицензию на брокерскую и дилерскую деятельность. Брокерская фирма, желающая вступить в члены биржи, обязана пройти процедуру приема.

У каждой фондовой биржи есть свое руководство и штат сотрудников, но никто из них не имеет права сам осуществлять торговые операции. Основными площадками по торговле акциями в России являются:

- Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ, точнее – ее фондовая секция)
- Фондовая биржа “РТС”

Каждая из этих площадок имеет лицензию ФСФР на право осуществления деятельности по организации торговли ценными бумагами. В большинстве регионов существуют местные фондовые биржи или фондовые отделы валютных бирж.

---

<sup>19</sup> Новиков А.В. Фондовый рынок как механизм привлечения и инвестиций. ::  
Издательство ИГАЭЛиУ, 2000. - 222 с.

Функции общенационального центра по торговле финансовыми инструментами в России выполняет Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), созданная в 1992 году, где существует несколько секций - по торговле валютой, государственными ценными бумагами и акциями. Как правило, иностранные инвесторы в России работают в основном через фондовую биржу РТС.

Биржа может устанавливать минимальный размер приобретаемого пакета (лота) по каждой конкретной акции. Размер пакета зависит от конкретной биржи. На ММВБ минимальный пакет зависит от цены акций данного эмитента – чем выше цена, тем меньше величина пакета. Например, минимальный лот по акциям «Сбербанка» и «Лукойла» - 1 акция, по другим акциям – 100 акций<sup>20</sup>. В РТС обращаются только крупные пакеты акций, чаще всего там лоты исчисляются не по количеству акций, а по минимальной сумме – по акциям наиболее надежных эмитентов («голубым фишкам<sup>21</sup>») – \$ 10000.

Первые биржевые торги российскими акциями начались в 1995 году, когда появилась «электронная котировальная доска» — Российская торговая система (РТС). Биржа РТС имеет следующие площадки:

- классический рынок (РТС Классик).
- электронная доска (РТС Боард);
- биржевой рынок, где торги проводятся примерно так же, как и на ММВБ;
- РТС Старт

Классический рынок РТС – старейший организованный рынок ценных бумаг. Цены, формирующиеся на классическом рынке РТС, являются

---

<sup>20</sup> Малюгин В.И. Рынок ценных бумаг. Количественные методы анализа: М.:Издательство Дело, 2003.- 320 с.

<sup>21</sup> «Голубая фишка» (blue chips) — биржевой термин, им называются акции самых известных и капитализированных, т. е. дорогих компаний.

общепризнанным ориентиром для инвесторов, совершающих операции с российскими акциями и депозитарными расписками на них как через РТС, так и на внебиржевом рынке и на других биржевых площадках России, биржах Европы и США.

Торговля на «классическом» рынке поддерживается маркет-мейкерами - дилерами, наделенными определенными обязанностями и правами. Основной их задачей является поддержание ликвидности рынка, они поддерживают двусторонние котировки, то есть одновременно выставляют заявки на покупку и продажу акции в рамках дозволенного спреда (разницы между лучшими котировками на покупку и продажу).

Основными маркет-мейкерами на классическом рынке являются инвестиционные группы и компании такие как ИК «Антанта-Капитал», ИГ «ИСТ Коммерц», ИГ «Энергокапитал», ИК «Тройка Диалог». Они поддерживают ценные бумаги котировального списка «Б» (базовый) и внесписочные ценные бумаги.

ИК «Антанта-капитал» — инвестиционная компания, работающая с июня 2003 года. Основные направления ее деятельности — брокерские операции с ценными бумагами средних и крупных компаний, управление активами и инвестиционно-банковские услуги.

ИГ «ИСТ Коммерц» работает на финансовых рынках России и СНГ с 2001 года. Компания имеет лицензии ФСФР России на осуществление дилерской, брокерской, депозитарной деятельности и деятельности по управлению ценными бумагами. Компания является действительным участником всех крупнейших российских торговых площадок.

ИГ «Энергокапитал» уже более десяти лет является одним из самых мощных универсальных операторов на рынке ценных бумаг Северо-Западного региона России.

Согласно рейтингу активности ведущие лидирующие позиции на данном рынке занимают инвестиционная компания «Тройка Диалог» – на первом месте, «Ренессанс Капитал», который единственный из маркет-

мейкеров данного рынка поддерживает ценные бумаги, котировального списка «И» (инвестиционные), находится на втором месте (Приложения, таблица 1). «Ренессанс Капитал» – ведущая независимая инвестиционная группа, работающая на финансовых рынках в России и странах СНГ. Группа обслуживает как российских, так и иностранных клиентов, ведущих бизнес в СНГ. Со времени ее основания в 1995 году Группа привлекла для своих клиентов инвестиции на сумму свыше 50 млрд. долларов США – более, чем какой-либо другой финансовый институт региона. На третьем месте находится «UBS Securities» - подразделение швейцарского банка<sup>22</sup>.

Ликвидность акций в РТС Классик невысокая, разница между ценой покупки и ценой продажи (спред) в среднем составляет от 5 до 10%, а иногда и больше<sup>23</sup>. На площадке РТС Классик котируются и торгуются акции примерно 250 компаний. Каждая акция имеет свой код, или тикер. Обыкновенные акции обозначаются четырьмя заглавными латинскими буквами, например акции «ЛУКОЙЛ» обозначаются LKOH, а «РосТелеком» — RTKM. К коду привилегированных акций добавляется пятая латинская буква «Р», например привилегированные акции «Сбербанка» обозначаются SBERP, а «Северо-Западный Телеком» — SPTLP<sup>24</sup>.

Все котировки в РТС Классик являются «твердыми», или обязательными к исполнению. Например, если компания «Перспект» указала цену продажи по акциям «Зейская ГЭС» (ZYGS) 0,15 долл. США, то если кто-то из участников торгов обратится к ней с предложением о покупке этих акций, то «Перспект» по правилам биржи не имеет права отказаться от этой сделки (хотя на практике такое и случается).

Торговая площадка РТС Боард — это электронная котировальная доска. В отличие от РТС Классик котировки акций в РТС Боард являются

---

<sup>22</sup> Приложения, таблица 1

<sup>23</sup> <http://www.biggar.ru/>

<sup>24</sup> Дегтярёва О.И., Рынок ценных бумаг и биржевое дело. Учебник для ВУЗов. – М. Издательство Юнити-Дана, 2005 – 501 с.

индикативными. На торговой площадке РТС Боард котируются и торгуются акции примерно 600 компаний. Акции тоже имеют коды, обыкновенные акции обозначаются четырьмя строчными латинскими буквами, например: «Ашинский металлургический завод» обозначается amez, а у привилегированных акций появляется пятая латинская буква «р», например привилегированные акции «Уфимского НПЗ» имеют код upzр.

Ликвидность акций в РТС Боард существенно хуже, чем в РТС Классик. Спрэд по акциям может колебаться от 10 до 30%, а по отдельным акциям даже больше<sup>25</sup>. Несмотря на низкую ликвидность, именно на торговых площадках РТС Классик и РТС Боард котируются самые перспективные акции российских компаний, часть из которых со временем могут занять достойное место среди «голубых фишек».

Основными маркет-мейкерами данного рынка являются инвестиционно-финансовые группы «РФЦ» ИК, «УНИКОМ Партнер», а также инвестиционная группа «ОЛМА ИФ» и «Номос Банк», необходимо особо отметить маркет-мейкера Инвестиционный банк «Веста», который поддерживает ценные бумаги котировального списка «А2», это ценные бумаги, к которыми предъявляются особенно жесткие требования.

Инвестиционно-финансовая группа «РФЦ» — многопрофильный холдинг Уральского региона, предлагающий широкий спектр направлений в области инвестиций на фондовом рынке.

Инвестиционно-финансовая группа «УНИКОМ Партнер» работает и активно развивается на рынке ценных бумаг уже десять лет. Деятельность компании - это, прежде всего, оказание услуг профессионального участника рынка ценных бумаг как частным инвесторам, так и корпоративным клиентам.

---

<sup>25</sup> Каратуев А.Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. – М.: Русская деловая литература, 2004

РТС Старт – это сегмент биржевого рынка РТС, созданный специально для компаний небольшой и средней капитализации. Данный рынок создавался для того чтобы увеличить количество обращаемых на российском рынке ценных бумаг и предоставить возможность небольшим, динамично развивающимся компаниям создать и повысить капитализацию. Другой важной задачей было обеспечить возможность привлечения капитала в реальный сектор экономики с помощью фондового рынка.

На данном рынке размещаются и обращаются ценные бумаги эмитентов небольшой и средней капитализации, в связи с этим особое значение имеет работа маркет-мейкеров. На данном рынке работают два маркет-мейкера инвестиционные группы «Антанта-Капитал» и «Энергокапитал».

Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) - старейшая мировая торговая площадка. Это пример биржи, торги на которой поддерживаются так называемыми специалистами. Специалист — это участник торгов, который наблюдает за ходом торговли по конкретной бумаге, за которую отвечает. За каждой бумагой закреплен один специалист. Но сам специалист может работать с несколькими бумагами и отвечать за них<sup>26</sup>.

На NYSE каждая выставленная заявка представляет собой безусловную оферту, торговля ведется оперативно, в связи с этим участники рынка, как правило, не маскируют свои намерения. Задача специалиста состоит лишь в том, чтобы свести покупателей с продавцами, ликвидировав дисбаланс между спросом и предложением. Как только эта задача решена, специалист временно отходит в сторону и процесс торговли развивается по своим рыночным законам. Поскольку заявки на бирже обезличены, то трудно отличить действия специалиста от действий остальных участников рынка.

---

<sup>26</sup> Д.Райан Биржевая игра: Сделай миллионы, играя числами. – М.: ИК «Аналитика», 2001 – 320 с.

Таким образом, на биржах, организованных по принципу работы специалистов, участники торговли видят только вершину айсберга. А именно: самую высокую цену на покупку (bid, bid price— бид, цена спроса) и размер покупаемого лота (bid size), с одной стороны, а также самую низкую цену на продажу (ask, offer, ask price— аск, офер, цена предложения) и размер продаваемого лота (ask size), с другой. Кроме того, им доступна информация о ценах и объемах последних сделок. Ничего более, ни широкой общественности, ни прочим профессиональным участникам торгов не доступно. Неизвестно также, кто стоит за текущим спросом и предложением — другой участник торгов или сам специалист.

Когда разница между курсами спроса и предложения начинает превышать норму, специалист должен сократить этот разрыв. Специалистам приходится предлагать цену спроса и цену предложения, а затем продавать или покупать по этим ценам и за свой счет столько акций, сколько потребуется. Если одна из акций резко поднимается или стремительно падает в цене, специалист должен стабилизировать рынок этой акции. Когда рынок насыщается возрастающим числом распоряжений о продаже, что вызывает падение цены, ему приходится покупать эти акции за свой счет. Если же рынок насыщен распоряжениями о покупке акций и цена на них резко поднимается, то ожидается, что специалист продает часть акций из своего запаса. Иногда специалисту приходится продавать акции, которых он не имеет, но он полагает, что в дальнейшем ему удастся купить эти акции по более низкой цене, чтобы рассчитаться с брокерами, которым они уже были проданы.

Необходимость поддерживать ликвидность может вынудить специалиста выполнять дорогостоящие и рискованные операции. Новая информация о том или ином эмитенте может вызвать резкий скачок цен вверх или вниз, в таких случаях торги по данной бумаге могут быть приостановлены. Специалист консультируется с руководством биржи о разумной рыночной котировке акции, и после возобновления торговли,

именно по этой котировке специалист должен продавать или покупать акции.<sup>27</sup>

Специалист поддерживает ликвидность рынка даже тогда, когда на рынке отсутствует спрос или предложение. Если участник торгов хочет купить 800 бумаг по текущему предложению, а на продажу есть только 500, то специалист продаст дополнительные 300 из собственного запаса. Следовательно, на рынке всегда можно купить или продать требуемое количество акций, чем и достигается его ликвидность. А отвечает за это именно специалист.

Таблица 1

**Ведущие специалисты на NYSE<sup>28</sup>**

<b>Специалист</b>	<b>Код (тикер)</b>
Banc of America Specialist	BANA
Bear Wagner Specialists LLC	BWST
LaBranche & Co. LLC	LBCO
Lehman Brothers Inc.	LEHM
Kellogg Specialist Group	KSGS
Spear, Leeds & Kellogg Specialists LLC	SLKS

Рассмотрим другой пример организованной торговой площадки — NASDAQ. Это пример так называемого дилерского рынка. Там отсутствует единый специалист по каждой торгуемой бумаге. Вместо этого присутствуют маркет-мейкеры и дилеры. Дилер - это участник торгов, который может выставлять заявки и совершать сделки на рынке. Маркет-мейкер в отличие от дилера имеет помимо прав и обязанности. В частности, обязанности маркет-мейкера состоят в поддержании двусторонних котировок. Следовательно,

---

<sup>27</sup> Льюис Энджел, Брендан Бойд. Как покупать акции. Пер. с англ. И.Э.Бабенковой. – М:Паимс,1992 – 96 с.

<sup>28</sup> <http://www.nyse.com/productservices/nyseequities>



такой участник обязан присутствовать на рынке по каждой бумаге, по которой он числится маркет-мейкером. Это означает, что маркет-мейкер обязан выставлять котировки на покупку либо на продажу, и если другой участник рынка обращается к нему с предложением осуществить сделку на объявленных условиях, то последний просто обязан это сделать. В электронной системе NASDAQ поэтому видны не только лучшие предложения по какой-либо бумаге, но и вся глубина рынка, т.е. вообще все предложения на покупку и на продажу, а также имя дилера, выставившего каждое конкретное предложение. Сами сделки могут заключаться как по телефону, так и по электронной системе, с которой связан каждый маркет-мейкер.

Ранее участвовать в торгах могли только члены NASD. В настоящее время ситуация изменилась, и многие клиенты, имеющие системы прямого доступа на рынок, могут выставлять свои заявки непосредственно в систему. Когда клиент брокера-дилера желает совершить сделку в такой системе, его брокер либо выставит клиентскую заявку на рынок от своего имени (в случае лимитированной заявки), либо проведет сделку с другим участником торгов (в случае рыночной заявки).

**Список профессиональных участников активно торгующих на  
площадке NASDAQ<sup>29</sup>**

<b>Маркет-мейкер</b>	<b>Код</b>	<b>Маркет-мейкер</b>	<b>Код</b>
Bear Stearns&Co	BEST	Lehman Brothers	LEHM
CS First Boston	FBCO	Mayer Schweitzer Inc.	MASH
Donaldson, Lufkin, Jenrette	DLJP	Merril Lynch&Co	MLCO
Goldman Sachs &Co	GSCO	Midwest Stock Exchange	MWSE
Salomon Brothers Inc.	SALB	Morgan Stanley	MSCO
Sands Brothers Inc.	SBNY	Paine Webber	PWJC
SoundviewFinancial Group	SNDV	Piper Jaffray Inc	PIPR
Southwest Securities Inc.	SWST	Prudential Securities Inc.	PRUS
J.P. Morgan Securities Inc	JPMS		

Остановимся подробнее на крупнейшей российской торговой площадке — Московской межбанковской валютной бирже или ММВБ, которая является пример иного построения механизма торгов. Одновременно это и самая крупная на сегодняшний день площадка, на которой проходит самый значительный оборот торгов по различным инструментам. Поэтому рассмотрим принципы организации торгов на ней более подробно.

На основе ММВБ создана общенациональная система торгов во всех основных сегментах финансового рынка — валютном, фондовом, срочном, торговли государственными ценными бумагами. Соответственно торговля по разным классам финансовых инструментов ведется в различных секциях биржи.

Торговля акциями на ММВБ началась в 1997 году. В 2000 году ММВБ открыла интернет-шлюз, что положило начало российскому Интернет-

---

<sup>29</sup> Твардовский В., Паршиков С. Секреты биржевой торговли. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 387 с.

трейдингу. В настоящее время около 80% сделок на ММВБ совершается через Интернет. Сегодня биржа ММВБ считается крупнейшей электронной биржей в Европе<sup>30</sup>.

Все сделки осуществляются автоматическим исполнением совпадающих пар заявок. Иными словами, если в системе имеется заявка на покупку 100 акций по определенной цене и поступает заявка на продажу, скажем, 250 таких же акций по той же самой цене, то они исполняются в совпадающем объеме. В нашем примере будет куплено и продано 100 акций, а в торговой системе останется неисполненная заявка на продажу 150 бумаг. Приоритетом при исполнении заявок является цена (в первую очередь исполняются заявки по лучшей цене), а затем время выставления заявки. При равных ценах в первую очередь будет исполнена заявка, которая была выставлена раньше.

Участники торгов на ММВБ в отличие, например, от NYSE видят большую глубину рынка, в частности первые десять лучших цен на покупку и десять лучших цен на продажу с теми объемами, которые покупаются и продаются. При этом в отличие от классического рынка РТС или NASDAQ участники лишены возможности знать, кто конкретно стоит за той или иной заявкой. У такой системы торгов есть масса плюсов, но имеются и недостатки. В частности, если бумага слаболиквидна, то заявка на покупку может провисеть в торговой системе достаточно долго, и нет гарантии, что она будет исполнена.

В листинге (список акций, допущенных к торгам) биржи находятся более 300 акций, но активно торгуются акции не более 70-80 компаний. Остальные акции малоликвидны. Торговля акциями и расчеты на бирже происходят только в российских рублях. Средний дневной объем торгов акциями в 2006 году достиг 4416 млн. руб. (147 млн. долл. США), что

---

<sup>30</sup> Миркин Я.М. Антикризисное управление фондовым рынком // Рынок ценных бумаг. - 2007. - № 9, - С31-35.

составляет примерно 70% совокупного оборота всех биржевых площадок в России<sup>31</sup>.

Основная торговля на ММВБ сосредоточена на восьми «голубых фишках» — это РАО «ЕЭС России», «ЛУКОЙЛ», «Сургутнефтегаз», «Сбербанк», «ГМК Норильский никель», «РосТелеком», «Роснефть», «Газпром», «Татнефть».

В системе ММВБ представлен как институт специалистов так и институт маркет-мейкеров. Основными маркет-мейкерами здесь являются крупные банки такие как «ВТБ», «Райффайзенбанк», «Ситибанк», «Газпромбанк», кроме банков здесь присутствуют инвестиционные компании, которые работают и на РТС, а именно «UBS Securities», «Ренессанс Капитал», «Антанта-Капитал», ИК «Тройка Диалог».

Банк «ВТБ» занимает устойчивое положение на российском инвестиционном рынке, это сочетание одного из крупнейших банков в Восточной Европе и ведущего инвестиционного банка в России.

ЗАО «Райффайзенбанк» является 100% дочерним банком австрийской банковской группы «Райффайзен». Банк работает в России с 1996 года и оказывает полный спектр услуг частным и корпоративным клиентам, резидентам и нерезидентам, в рублях и иностранной валюте. Райффайзенбанк является одним из самых надежных банков в России:

ЗАО КБ «Ситибанк», дочерний банк «Citigroup», начал свою деятельность в России в 1993 году, став одним из первых российских банков с иностранным капиталом, а также первым представив «Ситибанк» в СНГ.

«Газпромбанк» занимает сильные позиции на отечественном и международном финансовых рынках, являясь одним из российских лидеров по организации и андеррайтингу выпусков корпоративных облигаций, управлению активами, в сфере частного банковского обслуживания,

---

<sup>31</sup> <http://www.micex.ru>

корпоративного финансирования и других областях инвестиционного банкинга.

Для обладателей официального статуса маркет-мейкера установлены льготные тарифы. По сделкам с поддерживаемыми облигациями, заключенным в основном режиме, комиссия снижена почти вчетверо. А дополняющий ее сбор за пользование технологической системой сразу в пять раз меньше, чем для остальных игроков. Для маркет-мейкеров по акциям из котировального списка «В» комиссия ниже в шесть раз, а технологический сбор – в пять с половиной<sup>32</sup>. Пока что в списке «В» бумаги всего трех эмитентов, которые провели IPO во втором полугодии, – «Роснефти», «Распадской» и «Системы Галс». Во всех случаях действуют официальные маркет-мейкеры – «Атон», банк «Кредит Свисс (Москва)» и «UBS Securities» соответственно<sup>33</sup>. На рынке облигаций ситуация складывается неоднозначная. Официальная поддержка гарантирована лишь для девяти выпусков, хотя к торгам допущено более двухсот. Крупных игроков не привлекают даже тарифные льготы. Отчасти это связано с тем, что львиная доля операций с облигациями приходится не на анонимный биржевой аукцион, а на режим переговорных сделок, при котором преференции для маркет-мейкеров не предусмотрены.

Рассмотренные биржевые площадки организованы в форме некоммерческих партнёрств. Данные площадки имеют много общего, основные различия заключаются в наличии или отсутствии на данных площадках института маркет-мейкеров и специалистов. В России маркет-мейкеры поддерживают торги на РТС и на ММВБ. На рассмотренных зарубежных площадках маркет-мейкеры работают на NASDAQ, а специалисты обеспечивают ликвидность ценных бумаг на Нью-Йоркской фондовой бирже, а также на ММВБ.

---

<sup>32</sup> <http://www.quote.ru/mf/news/2007/04/11/31439101.shtml>

<sup>33</sup> Эрдман, Генрих. Кухня биржевых специалистов «Эксперт», <http://www.expert.ru/printissues/d/2005/01/01dfond3a/>

## **2.2. Виды ценных бумаг, поддерживаемых маркет-мейкерами на российском биржевом рынке (на примере РТС и ММВБ)**

В России существует огромное число акционерных обществ, однако на фондовом рынке обращается лишь небольшое количество акций, что говорит о довольно слабом развитии Российского фондового рынка. Также характерной особенностью развития рынка ценных бумаг в РФ можно назвать формирование региональных центров фондовой активности (таких как Москва, Санкт-Петербург, Екатеринбург, Новосибирск) и то, что он не является единым целым, в связи с чем, ценные бумаги вынужденно становятся «региональными», либо совершают долгий путь по направлению к центрам торговли<sup>34</sup>.

Дополнительно Российский фондовый рынок можно охарактеризовать следующей особенностью - значительная часть акций принадлежит крупным инвесторам, и работают на рынке в основном профессионалы (следует отметить, что в последнее время возросло количество «трейдеров» - людей, которые самостоятельно играют на бирже, пользуясь услугами специализированных брокерских компаний), которые проводят стратегически взвешенную и умеренную политику. Инвесторы стали более разборчивы и предпочитают операции с наиболее ликвидными акциями - «голубыми фишками», но, одновременно, просыпается интерес и к ценным бумагам «второго эшелона». Деление акций на «голубые фишки» и «эшелоны» не формализовано, однако широко используется в аналитических обзорах.

Понятие «голубые фишки» обозначают наиболее ликвидные акции. Ликвидными, то есть легко обращающимися в денежные средства из-за большого количества покупателей и продавцов, становятся акции

---

<sup>34</sup> Базовый курс по рынку ценных бумаг, [http://polbu.ru/base\\_course/](http://polbu.ru/base_course/)

крупнейших и бурно развивающихся компаний, лидеров в своей отрасли. Следовательно, таких компаний небольшое количество.

По поведению голубых фишек (и поведению индекса) судят о движении рынка акций в целом, то есть если растет индекс, будут расти и акции второго эшелона. К таким акциям относятся менее ликвидные акции, чем «голубые фишки», однако они также котируются на бирже (цена этих акций используется для расчета индекса РТС-2, в котором участвует 69 компаний).

Прежде чем попасть на биржу, все ценные бумаги проходят процедуру листинга - это совокупность процедур по включению ценной бумаги в один из котировальных списков фондовой биржи и осуществлению контроля за соответствием ценных бумаг эмитента и самого эмитента условиям и требованиям, установленным фондовой биржей. При прохождении процедуры листинга ценные бумаги включаются в котировальные списки «А» (первого и второго уровней), «Б», «В», «И», кроме ценных бумаг, включенных в эти списки на бирже присутствуют так называемые «внесписочные» ценные бумаги, так как согласно Приказу ФСФР России от 22.06.2006 г. № 06-68/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» включение ценных бумаг в список ценных бумаг, допущенных к торгам, на фондовой бирже может осуществляться с прохождением и без прохождения процедуры листинга.

Прохождение процедуры листинга позволяет эмитенту увеличить спрос на свои бумаги за счет увеличения численности потенциальных инвесторов, а также расширить круг акционеров, привлекая новые классы инвесторов, вкладывающих свои средства только в ценные бумаги, включенные в котировальные списки фондовых бирж (Приложения, таблица 2).

Первоначально существовало два котировальных списка первого и второго уровня. В начале 2002 года на смену котировальным листам двух

уровней (Приложения, таблица 2) пришли сразу три котировальных списка («А1», «А2», «Б»), которые впоследствии только претерпевали изменения и дополнялись новыми требованиями, а в 2006 году последовательно были введены еще два новых котировальных списка («В», «И»), которые не просто расширили линейку разделов списка ценных бумаг, допущенных к торгам, а ввели новые стандарты и в корне поменяли философию нахождения ценных бумаг эмитентов в котировальных списках фондовых бирж. С появлением котировальных списков «В» и «И» сформировалась новая группа разделов списка ценных бумаг, допущенных к торгам. Теперь разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам, условно можно разделить на две группы: «постоянные» и «промежуточные».

Постоянные разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам:

- ценные бумаги, включенные в котировальный список «А» («Абсолютный») первого уровня;
- ценные бумаги, включенные в котировальный список «А» («Абсолютный») второго уровня;
- ценные бумаги, включенные в котировальный список «Б» («Базовый»);
- ценные бумаги, допущенные к торгам без прохождения процедуры листинга (внесписочные ценные бумаги).

Промежуточные разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам:

- ценные бумаги, включенные в котировальный список «В» («Вариантный»);
- ценные бумаги, включенные в котировальный список «И» («Инвестиционный»).

В постоянных разделах списка ценные бумаги эмитента могут находиться неопределенный период времени при условии выполнения всех требований фондовой биржи. В промежуточных разделах списка ценные бумаги эмитента могут находиться только строго определенный период



времени, по истечении которого они должны быть переведены в постоянные разделы списка ценных бумаг, допущенных к торгам.

К котировальным спискам «А1» и «А2» предъявляются самые высокие требования (Приложения, таблица 3). Котировальный список «Б» («базовый») содержит менее строгие требования, здесь допускается наличие убытков в течение последних 3-х лет, и капитализация обыкновенных акций должна составлять не менее 1,5 млрд. руб. Котировальный список «В» («вариантный») был введен с целью сокращения временных издержек эмитентов как при «выходе» на IPO в России, так и при проведении «двойного» (международного) IPO. У эмитентов появилась возможность (вариант) допускать свои ценные бумаги к размещению и/или обращению сразу в котировальном списке фондовой биржи, не «выдерживая» предварительно трехмесячного срока ожидания, торгуясь во «внесписочном» статусе (списке ценных бумаг, допущенных к торгам без прохождения процедуры листинга). Котировальный список «И» («Инвестиционный») был введен в ходе мер, принятых ФСФР России и направленных на стимулирование эмитентов малой и средней капитализации осуществлять привлечение внешнего финансирования на рынке ценных бумаг.

На фондовом рынке понятие «ликвидность» – одно из ключевых. Акционер крупного эмитента без труда продаст свои акции – покупателей в любой момент хоть отбавляй. А вот с бумагами какого-нибудь регионального эмитента наверняка возникнут проблемы. Если акции не котируются на биржах или формально там присутствуют, но сделки с ними заключаются от случая к случаю, покупателя придется искать своими силами. Заботы можно перепоручить и посреднику – брокерской организации. Но комиссионные будут намного выше, да и успех не гарантирован – вдруг поиски пройдут впустую? Но даже при благоприятном раскладе на подготовку сделки уйдет немало времени, а цена будет зависеть не от объективного фактора – баланса спроса и

предложения, а от удачи: сумели ли вы найти самого щедрого контрагента из всех возможных или нет.

Неудивительно, что стоимость ценных бумаг (не обязательно акций, но и облигаций, векселей, фьючерсов и опционов) тесно связана с их ликвидностью. При прочих равных условиях дороже будет именно тот рыночный инструмент, который легче приобрести или продать.

Основные сложности возникают с акциями второго эшелона, так как соотношение цены акции к прибыли компании у акций второго эшелона более низкое, в связи с редкими сделками ликвидность этих акций достаточно низкая, а разрыв между ценой покупки и продажи достаточно большой и выражается это всё в нестабильности курса. К акциям второго эшелона можно отнести акции компаний «Башнефть», «Иркутскэнерго», «КАМАЗ», «Пивоваренная компания «Балтика», «Северо-Западный Телеком», «Вимм-Билль-Данн». Вследствие адекватной оценки акции рынком, цены этих акций могут быстро вырасти, все зависит от результатов компании и грамотного продвижения на рынке, что и обеспечивают маркет-мейкеры.

На биржевом рынке РТС маркет-мейкерами поддерживается 24 ценные бумаги, эти бумаги в основной массе обыкновенные бездокументарные именные акции, большая часть из них, а именно 14, находится в котировальном списке «Б», сюда относятся акции таких эмитентов как «Новороссийский торговый порт», «Фармстандарт», Группа компаний «Пик» (таблица 3)

**Ценные бумаги котировального списка «Б», поддерживаемые маркет-мейкерами на РТС<sup>35</sup>**

<b>№</b>	<b>Наименование Эмитента, тип ценных бумаг</b>	<b>Маркет-мейкер</b>
1	ОАО ММК, ао <sup>36</sup>	РФЦ ИК, ООО
2	ОАО Новороссийский морской торговый порт, ао	Тройка Диалог ИК, ЗАО
3	ОАО НУТРИНВЕСТХОЛДИНГ, ао	Ренессанс Брокер, ООО
4	ОАО Фармстандарт, ао	Профит Хауз ФК, ЗАО
5	ОАО Группа Компаний ПИК, ао	Дойче Секьюритиз, ЗАО
6	ОАО НК Роснефть, ао	ИСТ КОММЕРЦ ИГ, ООО
7	ОАО НК Роснефть, ао	Дойче Секьюритиз, ЗАО
8	ОАО РТМ, ао	Ю Би Эс Секьюритиз, ЗАО
9	ОАО РТМ, ао	Брокерский дом ОТКРЫТИЕ, ОАО
10	ОАО РТМ, ао	Тройка Диалог ИК, ЗАО
11	ОАО СИТРОНИКС, ао	Ренессанс Брокер, ООО
12	ОАО ТГК-2, ао	НОМОС-БАНК, ОАО
13	ОАО ТГК-9, ао	ОЛМА ИФ, ОАО
14	ОАО ТГК-10, ао	УНИКОМ Партнер, ООО
15	ОАО Трубная металлургическая компания, ао	Ренессанс Брокер, ООО
16	ОАО Банк ВТБ, ао	Ренессанс Брокер, ООО

В котировальном списке «В» находятся только акции ОАО «Банк Санкт-Петербург», 3 акции находятся в котировальном списке «И» это акции компаний «М-Видео», «Группа ЛСР» и «Дикси Групп», кроме того маркет-мейкерами поддерживаются привилегированные акции из котировального списка «А2», эмитентом которых является ОАО «Татнефть им.В.Д.Шашина».

В срочной секции РТС – ФОРТС, маркет-мейкеры поддерживают 47 фьючерсных и 22 опционных контракта. Фьючерсные контракты на следующие активы:

<sup>35</sup> <http://www.rts.ru>

<sup>36</sup> Акция обыкновенная

1. Аффинированное золото в слитках;
2. 10-летние облигации Городского облигационного займа;
3. Средняя ставка рублевого однодневного кредита на Московском межбанковском рынке MosIbor overnight;
4. Индекс РТС
5. Курс безналичного доллара
6. Нефть сорта Urals
7. Акции следующих эмитентов:
  - РАО «ЕЭС России»
  - ОАО «Газпром»
  - ГМК «Норильский никель»
  - НК «Лукойл»
  - ОАО «Сбербанк России»
  - ОАО «Сургутнефтегаз»
  - ОАО «Банк ВТБ»

Кроме того, маркет-мейкеры поддерживают опционы на следующие фьючерсные контракты:

1. На аффинированное золото
2. Индекс РТС
3. Акции
  - ГМК «Норильский никель»
  - ОАО «Лукойл»
  - ОАО «Сбербанк России»

До последнего времени на Фондовой бирже ММВБ маркет-мейкеры выполняли свои функции в отношении только акций и облигаций. Маркет-мейкерами поддерживаются облигации 3 видов:

- неконвертируемые облигации коммерческих компаний, таких как «АИЖК», «Система-Галс», «ММК» и другие;

- неконвертируемые процентные документарные облигации на предъявителя с обязательным централизованным хранением различных компаний, среди которых НК «Альянс», ОАО «Российские железные дороги», ОАО «Лукойл», Зерновая компания «Настюша» и другие;
- облигации региональных органов власти Томской, Ярославской, Нижегородской областей и другие.

Кроме того, маркет-мейкерами поддерживаются следующие обыкновенные именные бездокументарные акции компаний «Фармстандарт», «М.ВИДЕО», ОАО «ТМК» и другие.

На срочном рынке маркет-мейкеры поддерживают фьючерсные контракты на:

- Накопленную однодневную процентную ставку MosIbor
- На 3-месячную процентную ставку MosPrime Rate

В этом году в лице ООО «Антанта-Капитал» на ММВБ появился первый маркет-мейкер, взявший на себя обязанности по поддержанию котировок в отношении четырех инвестиционных паев. Институт маркет-мейкеров позволяет поднять ликвидность биржевого рынка паев ПИФов, снизить диапазон колебаний их котировок и повысить привлекательность вложений в фондовые активы для частных инвесторов. Это также поможет сократить возможности для манипулирования ценами на паи, что будет способствовать большей защищенности инвесторов<sup>37</sup>.

По условиям соглашения, заключенного с Фондовой биржей ММВБ, компания ООО «Антанта-Капитал» получила статус официального маркет-мейкера и приняла на себя обязательство в ходе торговой сессии режима основных торгов (за исключением котировального перерыва) подавать заявки и поддерживать в системе торгов двусторонние котировки по

---

<sup>37</sup> Миловидов В.Д. Паевые инвестиционные фонды. - М.:Инфра-М, 2006.-45 с.

следующим ценным бумагам: инвестиционным паям Индексного интервального паевого инвестиционного фонда «Индекс ММВБ», открытого паевого инвестиционного фонда «Фонд Акций», открытого паевого инвестиционного фонда «Фонд Сбалансированный» и открытого паевого инвестиционного фонда «Фонд Облигаций». Все фонды находятся под управлением ЗАО «ПИОГЛОБАЛ» Эссет Менеджмент».

ООО «Антанта-Капитал» является участником торгов ЗАО «ФБ ММВБ» с 2004г. Появление в лице компании первого маркет-мейкера явилось результатом планомерного и целенаправленного развития механизмов, способствующих росту ликвидности паев ПИФов, а также акций второго и третьего эшелонов.

### **2.3. Технология маркетмейкерства**

Де-факто институт маркетмейкерства существует в России с момента зарождения фондового рынка. Намного моложе в нашей стране официальный маркетмейкинг, при котором обязательства брокерской организации зафиксированы в документах, обладающих юридической силой. Но на то есть объективные причины. Еще недавно эмитентов мало интересовало, как проходят торги их акциями. Теперь же многие стараются обеспечить поддержку своим ценным бумагам. Например, в этом заинтересованы компании, которые готовятся к IPO или другим сделкам с акционерным капиталом. Покупая акции, инвесторы готовы платить премию за приемлемую ликвидность.

Для получения статуса официального маркет-мейкера на ММВБ необходимо заключить с ЗАО «ФБ ММВБ» и ЗАО ММВБ следующие соглашения:

- соглашение о выполнении функций маркет-мейкера, которое заключается на 3 месяца и считается продленным ещё на 3 месяца, если никто из участников не заявил о расторжении;

- дополнительное соглашение к договору о предоставлении интегрированного технологического сервиса, заключаемое между ЗАО ММВБ и участником торгов ЗАО «ФБ ММВБ», которому предоставлен статус официального маркет-мейкера.

Параметры обязательств маркет-мейкера устанавливаются Дирекцией ММВБ (п.13.7 Правил торгов)<sup>38</sup> с учетом предложений участников торгов, заключивших соглашения о выполнении функций маркет-мейкера.

Маркет-мейкер принимает на себя обязательства постоянно (за исключением котировального перерыва) подавать заявки маркет-мейкера от своего имени и за свой счет (лимитные заявки с сохранением в котировках с указанием позиции «Депо-1») в системе торгов в ходе торговой сессии по определенной в соглашении ценной бумаге с ценовыми условиями, при которых величина фактического спреда меньше или равна величине предельного спреда, и поддерживать совокупный объем поданных заявок одной направленности в размере не меньше минимально допустимого объема.

Суммарный котировальный перерыв составляет не более 120 минут в день. Каждая дополнительная ценная бумага, котировки по которой поддерживает маркет-мейкер, удлиняет котировальный перерыв на 20 минут, но не более чем до 180 мин.

Для понимания механизма маркетмейкерства необходимо раскрыть следующие понятия:

Двусторонняя котировка – это объявленные маркет-мейкером заявка на покупку или продажу ценных бумаг по определенной ценной бумаге, соответствующие требованиям по спреду и объему котировок, установленным для ценной бумаги.

Спред двусторонней котировки – это значение, рассчитываемое в процентах, и определяемое как разница между лучшей ценой в заявке на

---

<sup>38</sup> <http://www.micex.ru>

продажу и лучшей ценой в заявке на покупку по отношению к лучшей цене в заявке на покупку по определенной ценной бумаге.

Объем двусторонней котировки – это значение, рассчитываемое, как сумма произведений цен на количество ценных бумаг, указанных в заявках в каждом из перечисленных случаев:

- в заявках на покупку в двухсторонней котировке;
- в заявках на продажу в двухсторонней котировке,

Помимо спреда и объема двусторонней котировки, устанавливаются также следующие параметры их поддержания:

- продолжительность поддержания двусторонних котировок, (70% от продолжительности торговой сессии);
- максимальный объем сделок, заключенных на основании заявок маркет-мейкера, по достижении которого маркет-мейкер освобождается от обязательств по поддержанию двусторонних котировок.

Величина фактического спреда, ценового коридора, в пределах которого маркет-мейкер выставляет свои котировки, рассчитывается в соответствии с формулой<sup>39</sup>:

$$ФС = ((Ц1 — Ц2)/Ц2) * 100\%, где$$

- ФС — фактический спред,
- Ц1 — максимальная цена в заявках на продажу данного маркет-мейкера, при которой суммарное количество ценных бумаг в этих заявках, рассчитанное нарастающим итогом в порядке возрастания цены, составляет величину, не меньшую минимально допустимого объема.
- Ц2 — минимальная цена в заявках на покупку данного маркет-мейкера, при которой суммарное количество ценных бумаг в этих заявках, рассчитанное нарастающим итогом в порядке

---

<sup>39</sup> [http://www.micex.ru/stock/marketmakers/spred\\_formula.html](http://www.micex.ru/stock/marketmakers/spred_formula.html)



убывания цены, составляет величину, не меньшую минимально допустимого объема.

Если не достигается минимально допустимый объем, в том числе из-за отсутствия заявок, или фактический спрэд больше установленного, то идет отсчет времени котировального перерыва. Маркет-мейкер имеет право не подавать и не поддерживать в течение одного торгового дня заявки маркет-мейкера на покупку или продажу ценных бумаг в течение периода времени, не превышающего в совокупности времени котировального перерыва.

Правилами торгов также предусмотрено, что для ряда ценных бумаг может быть установлен суммарный объем сделок, заключенных с ценной бумагой в рамках выполнения обязательств маркет-мейкера в течение одного торгового дня в режиме основных торгов, по достижении которого маркет-мейкер вправе поддерживать только односторонние котировки на покупку или продажу ценных бумаг или же освобождается от выполнения обязательств.

В случае, предусматривающем право подачи маркет-мейкером по ценной бумаге заявок на совершение сделок только одной направленности (на покупку или продажу), такие заявки должны быть поданы в объеме не меньшем минимально допустимого объема установленного по данной ценной бумаге, и отклонение цены в таких заявках от текущей средневзвешенной цены ценной бумаги, выраженное в процентах, не должно превышать половины величины предельного спреда, установленного по данной ценной бумаге.

При подаче маркет-мейкером заявок на совершение сделок с ценной бумагой только одной направленности (на покупку или продажу), фактический спрэд рассчитывается по формуле<sup>40</sup>:

$$\Phi C = (2 * \text{abs}(PR - VWAP) / VWAP) * 100\%, \text{ где}$$

- $\Phi C$  — фактический спрэд,

---

<sup>40</sup> [http://www.micex.ru/stock/marketmakers/spred\\_formula.html](http://www.micex.ru/stock/marketmakers/spred_formula.html)

- PR – максимальная (минимальная) цена в заявках на продажу (на покупку) данного маркет-мейкера, при которой суммарное количество ценных бумаг в этих заявках, рассчитанное нарастающим итогом в порядке возрастания (убывания) цены, составляет величину, не меньшую МДО (минимально допустимого объема);
- VWAP — текущая средневзвешенная цена ценной бумаги.

Приведем пример наличия или отсутствия двусторонней котировки.

Допустим параметры двусторонней котировки по ценной бумаге «N» следующие: спрэд котировки – не более 5%, объем котировки – не менее 100 000 рублей.

Ценная бумага «N»			
ПОКУПКА		ПРОДАЖА	
Цена	Количество	Цена	Количество
2.57	40 000	2,68	38 000
2.55	15 000	2,71	120 000
2.35	5 000		

Спрэд котировки =  $(2.68-2.57)/2.57*100\% = 4.28\%$  (по условию, спрэд котировки - не более 5%)

Объем котировки:

На покупку =  $2.57*40\ 000 = 102\ 800$  рублей (по условию – не менее 100 000 рублей)

На продажу =  $2.68*38\ 000 = 101\ 840$  рублей (по условию – не менее 100 000 рублей)

Двусторонняя котировка есть, так как оба условия выполняются.

Ценная бумага «N»			
ПОКУПКА		ПРОДАЖА	
Цена	Количество	Цена	Количество
2.57	40 000	2,68	33 000
2.55	15 000	2,71	120 000
2.35	5 000		

Спрэд котировки =  $(2.68-2.57)/2.57*100\% = 4.28\%$  (по условию, спрэд котировки - не более 5%)

Объем котировки:

На покупку =  $2.57*40\ 000 = 102\ 800$  рублей (по условию – не менее 100 000 рублей)

На продажу =  $2.68*33\ 000 = 88\ 440$  рублей (по условию – не менее 100 000 рублей)

Двусторонняя котировка отсутствует, так как обязательство по спрэду выполняется, а обязательство по объему (на продажу) не выполняется, а исполнение обязательств по спрэду и объему должны выполняться одновременно.

На фондовой бирже ММВБ для обладателей официального статуса установлены льготные тарифы. По сделкам с поддерживаемыми облигациями, заключенным в основном режиме, комиссия снижена почти вчетверо. А дополняющий ее сбор за пользование технологической системой сразу в пять раз меньше, чем для остальных игроков. Для маркет-мейкеров по акциям из котировального списка «В» комиссия ниже в шесть раз, а технологический сбор – в пять с половиной.

## Комиссии ЗАО «ФБ ММВБ»

	Комиссия Фондовой биржи ММВБ	Комиссия ММВБ за клиринговое обслуживание	Вознаграждение ММВБ по договорам о предоставлении интегрированного технологического сервиса (ИТС)
Сделки с акциями, еврооблигациями, инвестиционными паями во всех режимах торгов (за исключением сделок РЕПО)	0,0035% от объема сделки	0,004% от объема сделки	0,0025% от объема сделки
Комиссия для маркет-мейкеров по сделкам с акциями, включенными в котировальный список «В»	0,00058% от объема сделки	0,004% от объема сделки	0,00042% от объема сделки
Комиссия для маркет-мейкеров по сделкам с облигациями в режиме основных торгов	0,0009% от объема сделки	0,0035% от объема сделки	0,0006% от объема сделки

На биржевом рынке РТС отношения маркет-мейкеров и биржи регулируются на основе двусторонних и трехсторонних договоров, в этом случае в договоре участвует эмитент ценной бумаги. Также как и в двустороннем договоре, здесь предусматривается поддержание двусторонних котировок, дополнительно предусматривается оказание эмитенту услуг по поддержанию ценных бумаг в котировальных списках, информирование эмитента о возникающих проблемах, оказание консультативных услуг, важной отличительной чертой является то, что предусматривается оплата эмитентом услуг маркет-мейкера.

В процессе непрерывного поддержания двусторонних котировок маркет-мейкер выставляет заявки на продажу (аск — ask) и покупку (бид — bid) бумаг эмитентов, за которые отвечает. Разница между ценами аск и бид,

---

<sup>41</sup> <http://www.micex.ru>

называемая бид-аск спрэд, составляет премию, которую маркет-мейкер хочет получить за то, что вынужден постоянно рисковать, выступая нередко единственным продавцом или покупателем в отсутствие встречного предложения или спроса со стороны других участников рынка. Эта премия является также платой за риск открытых позиций по бумагам, которые помимо наличности маркет-мейкер должен иметь в своем распоряжении.

Итак, для получения статуса официального маркет-мейкера на бирже необходимо заключить ряд соглашений. Основной функцией маркет-мейкеров является поддержание двусторонних котировок на покупку/продажу ценных бумаг, а в рамках трехстороннего договора – также и оказание услуг эмитенту по включению и поддержанию ценных бумаг в котировальных списках. Основными понятиями в технологии маркетмейкерства являются двусторонняя котировка, спрэд двусторонней котировки, объем двусторонней котировки. Двусторонние котировки снижают риск ликвидности ценных бумаг для инвесторов, т.е. обеспечивают гарантии купить или продать ценные бумаги эмитентов в размере объемов двусторонних котировок. На фондовой бирже ММВБ для обладателей официального статуса установлены льготные тарифы.

## **ГЛАВА 3. Проблема ликвидности российского фондового рынка и пути ее решения**

### **3.1. Анализ ликвидности российского фондового рынка**

Рост российского фондового рынка в 2007 году замедлился по сравнению с прошлым годом, несмотря на высокие цены на нефть и быстрый рост ВВП РФ. Эксперты объясняют это, в первую очередь, ипотечным кризисом в США и последовавшим за ним глобальным кризисом ликвидности на мировых финансовых рынках.

В целом же за 2007 год российский рынок акций вырос, однако не столь существенно, как в 2006 году. Так, индекс РТС увеличился примерно на 20%, в то время как в 2006 году рост составил почти 70%. Индекс ММВБ по сравнению с началом года показал рост на 20% против укрепления в 41% в 2006 году.<sup>42</sup>

В течение первых месяцев 2008 на рынке также наблюдалось падение курсов акций, периодически сменяющееся периодами недолгой стабильности. Основные «голубые фишки» понесли потери. В нефтегазовом секторе упали котировки «Роснефти» /-1,9%/, «Газпрома» /-1,0%/ и «ЛУКОЙла» /-0,8%/. В банковском секторе котировки упали сильнее, чем в среднем по рынку: «Сбербанк» и «ВТБ» подешевели соответственно на 3,4% и 2,6%. Курсовая стоимость «X5 Retail Group» подскочила на 4,9% после того как группа сообщила о росте продаж в январе–марте на 61%.<sup>43</sup>

Российский рынок акций демонстрирует тенденцию к снижению по основным индексам, хотя есть локальный рост по группе эмитентов. Мнение экспертов упорно делится на две противоположные группы. Одна часть

---

<sup>42</sup> В. Ковалев, П. Бобрик Апрельские качели. Обзор фондового рынка в мире и России, <http://rosvesty.ru/1909/economics/?id=3712>

<sup>43</sup> А. Рожков Российский фондовый рынок вновь популярен, <http://www.rb.ru/finance/learn/article/2007/12/10/152630.html>

говорит о возможности незначительного роста акций, а другая группа ожидает значительного снижения рынка.

У части инвесторов российского рынка акций наблюдаются позитивные настроения, есть покупки со стороны российских и иностранных инвесторов, которые могут продолжаться в среднесрочной перспективе. Сейчас продолжается вялая динамика на торгах ММВБ.

Ряд аналитиков в тоже время отмечают продолжение оттока средств из России, что говорит о недоверии к нашему рынку и перетеканию денег на другие рынки.

Важной особенностью российского фондового рынка является низкий уровень капитализации отечественных компаний, составляющий ~10% от номинальной стоимости ВВП, тогда как в развитых странах этот показатель колеблется в пределах от 55 до 60%. Для приобретения российским фондовым рынком статуса развивающегося фондового рынка этот показатель должен возрасти до 35-40% от номинальной стоимости ВВП страны.<sup>44</sup>

Следующей важной особенностью российского фондового рынка является использование акционирования, как формы передела собственности. В первое десятилетие существования фондового рынка РФ подавляющее большинство эмиссий акций российских компаний преследовало отнюдь не экономические цели, как-то: повышение капитализации компании, привлечение инвестиций, а было направлено на размытие контрольного пакета акций владельцев компаний для перераспределения собственности, зачастую незаконного.

Следует упомянуть также зависимость формирования фондового рынка РФ от приватизации. Результатом такой зависимости явилось то, что абсолютное большинство российских компаний в первые 7-8 лет существования рынка ценных бумаг юридически имели статус акционерного общества, но в то же время, по сути, являлись частным бизнесом весьма

---

<sup>44</sup> А. Потемкин Как удержать ликвидность на фондовом рынке, <http://www.expert.ru/printissues/expert/2004/40/40ex-adr/>

ограниченного круга лиц, вплоть до одного или нескольких инвесторов. Такое акционирование не предусматривало свободную продажу акций и, как следствие, они не котировались ни на одной биржевой площадке России и зарубежья.

Основные проблемы российского фондового рынка можно условно разделить на 2 группы: фундаментальные и технические<sup>45</sup>.

К фундаментальным следует отнести отсутствие на российском рынке достаточного количества консервативных долгосрочных инвесторов. Прежде всего, это индивидуальные инвесторы и домашние хозяйства, коллективные или пенсионные фонды и страховые компании. И хотя физический рост этих инвесторов, а вернее их появление на российском рынке, происходит в геометрической прогрессии, в целом их роль еще невелика. Второй аспект заключается уже в самих российских корпорациях, у которых довольно ограничен интерес к размещению бумаг на рынке и отсутствует желание становиться публичными компаниями.

Более того, даже в рамках публичных, то есть открытых, компаний наблюдается однозначная тенденция акционеров сохранять свою мажоритарную позицию в составе капитала компании и использовать «свободное плавание» для достижения показателя капитализации. В этом как раз и есть существенное отличие в поведении российских акционеров от многих публичных компаний развитых стран. Все эти факторы делают российский рынок достаточно волатильным.

Вторая группа проблем носит больше технологический характер, где можно выделить следующее: торговля российскими активами происходит в основном на рынке спот, в то время как практически не развит рынок деривативов. Этот фактор существенно снижает ликвидность финансовых рынков. Одной из существенных причин этой проблемы видится в

---

<sup>45</sup> О. Вьюгин Российские акции стали лакомым блюдом "Российская Бизнес-газета" №28 от 11.12.07 г.



отсутствии внутреннего законодательства, которое обеспечивало бы защиту срочных сделок и устанавливало бы систему регулирования и контроля за рисками. Вторая проблема заключается в самой инфраструктуре фондового рынка. Между двумя основными российскими площадками и двумя основными депозитариями существует разобщенность ликвидности, что делает всю систему торговли достаточно дорогой. Двигается рынок примерно 10-20 крупнейшими компаниями.

Крайне низкая ликвидность российских ценных бумаг выражается в практической неразвитости вторичного рынка, который по некоторым бумагам просто отсутствует. Относительно ликвидными ценными бумагами в России и по сей день, остаются акции предприятий сырьевой промышленности, ориентированной на экспорт. Несмотря на то, что на организованном рынке обращается более 200 акций российских компаний, сделки устойчиво концентрируются вокруг нескольких эмитентов. Сделки с 4-6 акциями составляют 85-90% оборота рынка, сделки с 2-3 акциями (РАО «ЕЭС России», НК «ЛУКОЙЛ», ОАО «Газпром») - 55-65%<sup>46</sup>. Повышению ликвидности российского рынка ценных бумаг может существенно способствовать усовершенствование технологий торговли, а именно развитие института маркет-мейкеров, что будет способствовать увеличению объемов торговли и эмиссии ценных бумаг, а также повышение прозрачности операций на нем. Необходимо повысить разнообразие инструментов, участников (ПИФы, НПФы, инвестиционные банки, инвестиционные агентства, инвестиционные компании, рейтинговые агентства, управляющие компании и т.д.) и технологий рынка.

В целях повышения ликвидности российского фондового рынка на бирже РТС был создан механизм «раскрутки» акций компаний средней капитализации торговая площадка РТС Старт. Эта площадка позволяет

---

<sup>46</sup> Т. Гурова, Г. Эрдман Ликвидация дефицита ликвидности, <http://www.expert.ru/printissues/d/2005/01/01dsafon1/>

привлекать на рынок новые компании. Сегодня 90 процентов общего объема биржевой торговли приходится именно на «голубые фишки». Год назад их было всего десять. А в последнее время стало еще меньше: из свободного обращения изъяты почти все акции «Мосэнерго», потеряли инвестиционную привлекательность бумаги «ЮКОС». Если процесс сокращения количества «голубых фишек» продолжится, биржевым игрокам скоро будет нечем торговать.

В то же время объем денежных средств, которые в перспективе могут оказаться на фондовом рынке, растет. Речь идет, во-первых, о деньгах различных систем коллективного инвестирования, включая паевые фонды и накопительную часть пенсии. Во-вторых, о средствах институциональных инвесторов, таких, например, как страховщики. В-третьих, растет количество частных инвесторов, которые раньше ориентировались на вложения в наличную валюту или в банковские депозиты, но теперь, видя, что привычные способы накопления личного капитала стали невыгодными, ищут новые активы.

При наличии огромного денежного предложения перспективы фондового рынка колоссальны. Были бы инструменты для инвестирования. Необходимо создание и развитие высоколиквидного рынка акций новых эмитентов, компаний средней капитализации. Конечно сохранение ликвидности в секторе «голубых фишек», также является важной задачей, но основной целью должно стать развитие ликвидности акций второго эшелона. Концентрация биржевых оборотов исключительно вокруг «голубых фишек», если принимать во внимание мировой опыт, — это, в общем-то, нонсенс.

Так как основные деньги как раз зарабатываются в основном на акциях второго эшелона. Хотя, конечно, и на «голубых фишках» тоже. Купив акции «Газпрома» инвестор, даже если не будет осуществлять с ними никаких действий, все равно получит прибыль. Акции второго эшелона растут быстрее, однако у них есть одна проблема: их можно достаточно легко

приобрести, но не так просто продать. По ним нет твердых котировок. Поэтому необходимо наладить механизм, который бы эту проблему решил.

Для этого и был создан институт маркет-мейкеров. Это компании, профессиональные участники рынка, которые добровольно приняли на себя дополнительные обязанности. Их задача — сформировать список бумаг второго эшелона, по которым они готовы поддерживать твердые котировки, узкие спреды и обеспечивать объемы торгов.

Институт маркет-мейкеров в России достаточно молодой, но его использование уже приносит свои плоды. По итогам 2007 г. более 62 процентов объема торгов на ОАО РТС пришлось на акции второго эшелона<sup>47</sup>. Таким образом, положительная динамика налицо. Но у института маркет-мейкеров есть свои проблемы, которые негативно влияют на эффективность его деятельности.

### **3.2. Проблемы маркетмейкерства в России и пути их решения**

В России деятельность маркет-мейкеров регулируется в основном двумя нормативными правовыми актами ФСФР. Во-первых, Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг. Во-вторых, Положением о порядке оказания услуг, способствующих заключению срочных договоров (контрактов), а также особенностях осуществления клиринга срочных договоров (контрактов). В соответствии с указанными документами организатор торговли вводит специальные требования для маркет-мейкера. Он устанавливает, когда встречные заявки на покупку и продажу ценных бумаг признаются двусторонними котировками, определяет максимально допустимый спред, максимальный и минимальный объем двусторонних котировок. Также должен быть предусмотрен период времени, в течение которого маркет-мейкер обязан их поддерживать. Организатор

---

<sup>47</sup> Игроки. Кто такие маркет-мейкеры – кукловоды, манипулирующие ценами, или рыцари, спасающие фондовый рынок от паралича? <http://www.cased.ru/>

вправе вводить дополнительные требования к таким участникам торгов, в том числе к их финансовому положению. Все эти показатели, включая максимальный объем сделок на основании двусторонних котировок, после которого маркет-мейкер освобождается от обязанности по их поддержанию, являются предметом ежедневного контроля со стороны биржи. Согласно положениям Федеральной службы по финансовым рынкам, маркет-мейкер вправе подавать только безадресные заявки от своего имени. При этом в заявке должно быть указано, что она выставлена маркет-мейкером.

Биржа не может обеспечивать ликвидность, создавая экономически необоснованную торговую активность. Поэтому вознаграждение маркет-мейкеров основывается на степени выполнения конкретных условий, указанных в соглашении об осуществлении функций маркет-мейкера, а также на количестве и объеме сделок, совершенных с конечными участниками торгов.

Вознаграждение маркет-мейкера состоит из следующих компонентов:

- ✓ вознаграждение за выполнение функций маркет-мейкеров представляет собой фиксированную сумму, выплачиваемую маркет-мейкеру в зависимости от выполнения параметров соглашения без какой-либо зависимости от объема заключенных сделок;

- ✓ вознаграждение за совершение сделок, предоставляемое совокупно по итогам отчетного периода в виде скидки с комиссионного сбора, уплачиваемого маркет-мейкером бирже. Это вознаграждение замещает собой фиксированную сумму вознаграждения за выполнение их функций при превышении ее размера;

- ✓ вознаграждение за развитие рынка выплачиваемое маркет-мейкеру совокупно по итогам отчетного периода в зависимости от достигнутого объема сделок, заключенных им с участниками торгов, не являющимися членами биржи, то есть с клиентами членом биржи, в процентах от суммы биржевого сбора по таким сделкам.

Размер вознаграждения зависит от степени исполнения обязательств. В зарубежной практике статус маркет-мейкера является не только дополнительным источником дохода, выступая отдельным направлением бизнеса брокерских домов и инвестиционных банков, но и определенным фактором престижа, поскольку, как правило, данный статус первоначально предоставляется на основе открытого предложения/конкурса/тендера с последующим естественным отбором по результатам выполнения обязательств маркет-мейкерами.

В этом году ФСФР налагала запрет на выплату вознаграждения маркет-мейкерам. Если для рынка «голубых фишек» это не создавало проблем, то бумаги «второго эшелона» теряли в ликвидности. Риски, связанные с выставлением по этим бумагам твердых котировок, не уравнивались материальной компенсацией маркет-мейкерам, принимавшим эти риски на себя. Рынок "серых фишек" был лишен важнейшего инструмента развития. Согласно новым инициативам регулятора, вознаграждение маркет-мейкерам будет выплачиваться и впредь.

Важная роль маркет-мейкеров на рынке ценных бумаг бесспорна. Но, как и в любой финансовой деятельности, здесь есть возможность злоупотребления. В некоторых случаях именно к маркет-мейкерам тянутся ниточки операций, вызывающих подозрения в манипулировании результатами сделок.

Федеральная комиссия по финансовым рынкам провела разбирательства по 10 случаям манипулирования ценами на фондовом рынке. Из-за невнимания к действиям комиссии уже пострадала РТС и компания «Алор-Инвест» - один из крупнейших брокеров.

Громкий скандал с маркет-мейкерами разгорелся в феврале 2003 года. Тогда Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, предшественница ФСФР, приостанавливала лицензии интернет-брокера «Алор-Инвест». Чиновники обратили внимание, что он покупал и продавал одни и те же фьючерсы на акции РАО «ЕЭС России» примерно по одинаковым ценам в

секции срочного рынка ММВБ. В одном из интервью, представитель ФСФР так объяснял происходившее: «маркет-мейкер торговал сам с собой – создавал видимость торговой активности на фондовом рынке. Вся его деятельность заключалась в том, что он выставлял заявки и сам их удовлетворял». Позже «Алор-Инвест» восстановила все лицензии.

Манипулирование ценами является умышленным действием, которое специально направлено на введение в заблуждение инвесторов. Оно заключается в распространении ложной или недостоверной информации с целью влияния на объемы торгов и котировки акций. Совершение сделок с ценными бумагами, в результате которых не меняется владелец ценных бумаг, также квалифицируется как манипулирование. Суть действий маркет-мейкера заключается в том, что он обязуется выставлять твердые котировки на покупку или продажу. Маркет-мейкер не может принимать на себя обязательства по поддержанию и увеличению оборота, то есть по совершению сделок.

В западных странах это считается серьезным преступлением, там существуют жесткие законы на этот счет. У нас же манипулирование процветает. Но, несмотря на свои собственные убытки, многие из отечественных компаний почему-то продолжают воспринимать манипуляции как нормальное явление.

В апреле 2003г. NYSE и Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) выявили, что пять маркет-мейкеров проводили незаконные операции с акциями – «играли на опережение». Маркет-мейкеры, получив крупные заказы на покупку акций, сначала покупали их для себя, а затем продавали своему же клиенту, выигрывая от роста цены. Тогда компании, подозреваемые в махинациях, ограничились увольнением нескольких трейдеров. Теперь маркет-мейкеры согласились заключить мировое соглашение и заплатить около \$240 млн.<sup>48</sup>

---

<sup>48</sup> К. Келли, С. Крейг "Специалисты" NYSE заплатят \$240 млн.  
<http://www.ifru.ru/news/7/2004/02/3129>

В данном контексте особое значение приобретает необходимость осуществления надзора за маркет-мейкерами. ФСФР уже предпринимало попытки ввести ограничения на деятельность маркет-мейкеров так кроме вышеупомянутого запрета на выплату вознаграждения маркет-мейкерам, было введено затем отмененное ограничение, предусматривающее работу маркет-мейкеров только с низколиквидными или с новыми бумагами. В проекте положения Федеральной службы по финансовым рынкам, регулирующего деятельность организаторов торговли ценными бумагами в отношении маркет-мейкеров предусмотрено отстранение члена биржи от торгов на три месяца, если он не предоставил отчет об исполнении сделки. По замыслу ФСФР это снизит возможности такого манипулирования рынком, когда участники торгов могли заключать сделки через торговые площадки, тем самым, обозначая цену, но, не доводя их до поставки денег или ценных бумаг, то есть не исполняя их. Однако НАУФОР и ММВБ предложили исключить это новшество, объясняя, что участники торгов часто не отчитываются об исполнении сделок из-за ошибок трейдеров или технических сбоях. Согласно окончательной версии документа, обязательность отчетности коснется только торгов, расчет по которым не осуществляется через клиринговый центр.

Другой проблемой связанной с деятельностью маркет-мейкеров является так называемый конфликт интересов. Маркет-мейкер получает от биржи возможность по льготным условиям совершать операции с ценными бумагами, которые он поддерживает. Надо ли в такой ситуации запрещать ему выполнять свои брокерские функции в отношении поддерживаемых бумаг или остальных бумаг и как платить им вознаграждение. В отношении этого вопроса пока нет единого мнения, так как в такой ситуации маркет-мейкер может оказаться перед искушением использовать рыночную ситуацию в свою пользу.

Кроме перечисленных проблем эффективному развитию института маркет-мейкеров в России мешает ряд препятствий системного характера

такие как отсутствие грамотной законодательной базы, четкой документации регулирующей взаимоотношения между биржей, маркет-мейкерами и эмитентами ценных бумаг. Несмотря на существенную роль маркет-мейкеров в поддержании ликвидности рынка, они часто подозреваются в недобросовестной деятельности, а их деятельность излишне регламентирована. Всё это сдерживает развития института маркет-мейкеров в России.

Для эффективного развития института маркет-мейкеров в России необходимо устранение этих проблем, через создание инфраструктуры фондового рынка и соответствующей нормативно-правовой базы.

Новым веянием на фондовом рынке стало появление такого инструмента, как обращение паев паевых инвестиционных фондов (ПИФов). Опыт зарубежных стран показывает, что паевые фонды с присущей им минимизацией риска за счет диверсификации вложений, жесткой системой контроля со стороны законодательства и регулирования налоговыми льготами являются важнейшим инструментом для частных инвесторов. По мнению генерального директора ММВБ Алексея Рыбникова, организация биржевого обращения паев создает дополнительные возможности для инвесторов. Появляются предпосылки для повышения ликвидности паев, так как продавать их можно будет в любое время, а не только в процессе размещения и установленного управляющей компанией времени выкупа.

В апреле 2007г. на Фондовой бирже ММВБ в лице ООО «Антанта-Капитал» появился первый маркет-мейкер, взявший на себя обязанности по поддержанию котировок в отношении четырех инвестиционных паев. Ранее маркет-мейкеры выполняли свои функции в отношении только акций и облигаций.

Появление первого маркет-мейкера паев инвестиционных фондов, как для развития фондового рынка, так и для пайщиков, является отличной новостью. Паи удостоверяют права владельцев в открытых и интервальных фондах, а соответственно могут быть легко приобретены и погашены без



участия посредников в «лице» биржи и брокерских фирм. Появление маркет-мейкеров паев закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФов), в которых пайщики не могут погасить свои паи до окончания действия договора доверительного управления (за исключением небольшого ряда случаев, предусмотренных действующим законодательством), сделают ликвидным вторичное обращение таких паев, что является существенным аспектом для такого рода инвестиций. На сегодняшний день большинство закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФов) создаются с целью решения корпоративных задач, и не предназначены для широкого круга инвесторов. Поэтому те немногие, которые создают закрытые фонды, привлекая внешних инвесторов, используют различные механизмы с целью повышения ликвидности паев, например путем заключения оферт. Однако это замораживает часть средств компаний, которые можно было пустить на финансирование и разработку потенциальных инвестиционных проектов, которые в последствии можно было реализовать в фонде. Организация вторичного обращения паев ЗПИФов с участием маркет-мейкеров, существенно повысит инвестиционную привлекательность с точки зрения широкого круга инвесторов, а, следовательно, будет полезна для улучшения инвестиционного климата в России.

С учетом зарубежного опыта оптимальным вариантом представляется сочетание нескольких уровней маркетмейкерства по ценным бумагам: регулярных маркет-мейкеров, регулярно выставяющих и поддерживающих двусторонние заявки по котируемым ценным бумагам, и дополнительных маркет-мейкеров, выставяющих и поддерживающих двусторонние заявки в ответ на запросы о котировке.

В соответствии с принятой Правлением ЗАО ММВБ в декабре 2006 г. концепцией маркетмейкерства на срочном рынке ММВБ обязательства дополнительных маркет-мейкеров включают:

- введение в торговую систему двусторонних заявок в ответ на запрос на котировку по определенным сериям фьючерса;

- двусторонние заявки вводятся в ответ на запросы на котировку не менее определенного количества рабочих дней;
- удовлетворению подлежат не менее определенной доли числа запросов на котировку, получаемых в течение торгового дня;
- двусторонние заявки вводятся в торговую систему в течение установленного в соглашении об осуществлении маркетмейкерства периода времени после получения запроса на котировку;
- двусторонние заявки поддерживаются в течение согласованного с биржей периода времени после их введения;
- выставление двусторонних котировок по ближайшей серии фьючерса может быть прекращено за определенное количество дней до исполнения соответствующей серии данного фьючерса;
- соблюдение минимального объема заявок на уровне не ниже установленного в соглашении об осуществлении маркетмейкерства;
- соблюдение установленного максимального спреда между ценами котировок покупки-продажи;
- устанавливается в соответствующем соглашении в зависимости от уровня базового индикатора;
- возможность расширения спреда котировок покупки-продажи для периодов повышенной волатильности.

Итак, маркетмейкерство играет важную роль в поддержании ликвидности фондового рынка. Однако развитие данного института сдерживают такие негативные факторы как манипулирование ценами, наличие конфликта интересов, при совмещении брокерской и дилерской деятельности, отсутствие законодательной базы и четкой документации. Для эффективной деятельности института маркет-мейкеров в России и приближения его к западным стандартам необходимо устранение этих проблем, в первую очередь через создание инфраструктуры фондового рынка и соответствующей нормативно-правовой базы.

## **Заключение**

Фондовый рынок решает очень важную для экономики задачу - перераспределение финансовых ресурсов между субъектами, обеспечивая их концентрацию в наиболее прибыльных и перспективных отраслях. Для того чтобы фондовый рынок мог решать возложенную на него задачу он должен быть ликвидным.

Ликвидность основная характеристика фондового рынка, отражающая активность операций по торговле ценными бумагами. Рынок является ликвидным, если отсутствуют проблемы по реализации ценных бумаг.

Ликвидность определяет инвестиционную привлекательность ценной бумаги. Выходя на рынок ценных бумаг, инвесторы хотят выгодно вложить свои средства, особое значение для них имеет возможность в случае необходимости быстро вернуть свои средства. Поэтому инвесторов интересуют именно ликвидные акции, которые имеют достаточно широкий рынок. Несмотря на то, что котировкам ликвидных бумаг присущ значительный диапазон колебаний, их всегда можно продать или купить по рыночному курсу. Если спрэд большой, значит, к данным акциям проявляется недостаточный интерес. Во время покупки придется заплатить выше рыночной стоимости, а на пассивном рынке такие бумаги продать будет сложно. Таким образом, слаболиквидные бумаги снижают потенциал прибыли инвестиционных операций.

Акции крупных эмитентов приобретаются и продаются без особого труда, а вот акции компании второго эшелона, которые иногда приносят своим держателям большую прибыль, вызывают у инвесторов оправданные опасения, потому что есть риск, что, приобретая такую бумагу, можно попасть в ситуацию, что продать её будет некому.

Особую роль в данном контексте приобретают маркет-мейкеры, профессиональные участники рынка ценных бумаг, которые, выставив двойные котировки, поддерживают ликвидность ценных бумаг. Проведенный анализ показал, что хотя институт маркет-мейкеров существует

в России практически с самого зарождения фондового рынка, но по сравнению с западным фондовым рынком институт маркет-мейкеров в России находится только ещё в начале пути.

В поддержании ликвидности заинтересованы, как и сами эмитенты, так и биржи на которых торгуются ценные бумаги, и первыми и вторыми движет желание получения прибыли, и в решении этой задачи, они коррелируют свои усилия.

Сегодня 90 процентов общего объема биржевой торговли приходится именно на «голубые фишки». Но в последнее время появилась ярко выраженная тенденция к их сокращению. В то же время объем денежных средств, которые в перспективе могут оказаться на фондовом рынке, растет. На бирже появляются новые участники различные системы коллективного инвестирования, включая паевые фонды, институциональные инвесторы, растет количество частных инвесторов. При наличии огромного денежного предложения перспективы фондового рынка колоссальны. Поэтому биржи заинтересованы в создании и развитии высоколиквидного рынка акций новых эмитентов, компаний средней капитализации. Для этого они предоставляют маркет-мейкерам особые условия, такие как снижение комиссии, возможность первоочередной подачи заявок и т.д. Эмитенты, заключившие с маркет-мейкерами договор об оказании данных услуг, выплачивают маркет-мейкерам вознаграждение.

Деятельность маркет-мейкеров связана с рядом проблем и рисков. Поскольку маркет-мейкер постоянно поддерживает двусторонние котировки, он часто вынужден формировать свою позицию по котируемому им инструменту «против рынка». В отличие от других игроков даже в период массовых распродаж добросовестный маркет-мейкер выставляет заявки на покупку, а во время высокого спроса предлагает поддерживаемые ценные бумаги к продаже. Движение по инструменту бывает очень существенное, и маркет-мейкер может на какое-то время остаться с накопленными бумагами,

ожидая возврата рынка к прежним ценовым уровням, чтобы не фиксировать убытки. Естественно, это отвлекает активы из оборота и ведет к потерям.

Поддерживая двусторонние котировки, маркет-мейкер ждет всего лишь заявок от других участников рынка. В его задачи не входит искусственное «раздувание» объемов, искажающее реальную картину. Но, к сожалению, маркет-мейкеры периодически оказываются втянуты в сомнительные истории связанные манипулированием.

Тем не менее, маркет-мейкеры находятся под пристальным вниманием со стороны властей. В этом году ФСФР налагала запрет на выплату вознаграждения маркет-мейкерам., что едва не лишило рынок «серых фишек»<sup>49</sup> важнейшего инструмента развития. Согласно новым инициативам регулятора, вознаграждение маркет-мейкерам будет выплачиваться и впредь, кроме того, было введено затем отмененное ограничение, предусматривающее работу маркет-мейкеров только с низколиквидными или с новыми бумагами.

Данные ограничения отнюдь не стимулируют, а тормозят развитие столь значимого для фондового рынка в частности и экономики в целом института, а если добавить сюда ряд препятствий системного характера, такие как отсутствие грамотной законодательно базы, четкой документации регулирующей взаимоотношения между биржей, маркет-мейкерами и эмитентами ценных бумаг, то становится понятным столь неутешительный уровень развития маркетмейкерства в России.

Для эффективного развития института маркет-мейкеров в России необходимо устранение этих проблем, через создание соответствующей нормативно-правовой базы и инфраструктуры фондового рынка, что является одной из основных задач доклада о мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг в России на 2008-2011 годы.

---

<sup>49</sup> «Серые фишки» - в отличие от «голубых фишек», которые представляют крупнейших эмитентов, это акции малых и среднего размера компаний.

Если хотя бы часть из поставленных задач будет реализована, для института маркет-мейкеров откроются широкие перспективы, а ликвидность российского фондового рынка приблизится к западным стандартам.

## **Список использованной литературы**

### **Нормативно – правовые акты**

1. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ (с последующими изменениями)
2. Постановление Правительства Российской Федерации № 317 от 30 июня 2004 г. «Об утверждении Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам»
3. Постановление ФКЦБ России от 11.10.1999 № 9 (ред. от 16.03.2005) «Об утверждении Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации»
4. Постановление ФКЦБ РФ от 24.12.2003 N 03-48/пс «О порядке квалификации ценных бумаг»
5. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 22 июня 2006 г. №06-68/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг».
6. Приказ ФСФР России от 20.04.2005 № 05-17/пз-н «Об утверждении Положения о специалистах финансового рынка»
7. Приказ ФСФР РФ от 07.03.2006 N 06-25/пз-н "Об утверждении Положения о критериях ликвидности ценных бумаг"
8. Приказ ФСФР России от 09.10.2007 № 07-102/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»

### **Монографии, коллективные научные труды**

9. Алексеев М.Ю. Миркин Я.М. Технология операций с ценными бумагами. – М.: Перспектива.1992 . – 208 с.
- 10.Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции - М.: Финансы и статистика, 1991 – 159 с.

11. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента: Учебное пособие. – М.: Финансы и статистика, 1998
12. Бергер Ф, Беер Р.. Без страха перед «Черной пятницей»: Что делать при понижении биржевых курсов?: Пер. с нем. – М. Интерэксперт, Финстатинформ, 1998. – 272 с.
13. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 368 с.
14. Буренин А.Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные .- 2. изд.- М. : Научно-технич. общество им. академика С.И.Вавилова, 2008.- 512с.-(Теория и практика финансового рынка).
15. Владиславлев Д.Н. Конкуренция и монополия на финансовом рынке. – М.: Экзамен, 2001 . – 255 с.
16. Воловиков А.М., Семенов А.В. Три эпохи биржи в России. – М.: Финансы и статистика, 1993. – 93 с.
17. Гудков Ф.А, Инвестиции в ценные бумаги. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 160 с.
18. Д. Райан Биржевая игра: Сделай миллионы, играя числами. – М.: ИК «Аналитика», 2001 – 320 с.
19. Дегтярёва О.И, Рынок ценных бумаг и биржевое дело. Учебник для ВУЗов. – М. Издательство Юнити-Дана, 2005 – 501 с.
20. Дефоссе Г. Фондовая биржа и биржевые операции: Пер. с фр. – 2-е издание М.: Це-рих-Иэл, 1995. – 114 с.
21. Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки: Учебник для вузов. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 2004
22. Каменева Н.Г. Организация биржевой торговли: Учебник для студ. вузов по экон. спец. – М. Банки и биржи: Юнити, 2003. – 304 с.
23. Каратуев А.Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. – М.: Русская деловая литература, 2004
24. Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта. – М.: Олим-Бизнес, 2003 – 470 с.



- 25.Малюгин В.И. Рынок ценных бумаг. Количественные методы анализа: М.:Издательство Дело, 2003.- 320 с.
- 26.Меньшиков И,С, Финансовый анализ ценных бумаг: Курс лекций.- М.:Финансы и статистика, 2006,- 354 с,
- 27.Миловидов В.Д. Паевые инвестиционные фонды. - М.:Инфра-М, 2006.- 45с.
- 28.Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок.:М.,Перспектива 1995.- 245 с.
- 29.Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг: Учебно-методический комплекс для студ. по направлению 080100.68 "Экономика" (программа подготовки магистра) /Я.М.Миркин, И.А.Гусева, М.М.Кудинова; ФГОУ ВПО "Финансовая акад. при Правительстве РФ". Каф. "Ценные бумаги и финансовый инжиниринг".- М.: ФА, 2007 .- 83с.; 5,2 п.л.
- 30.Новиков А.В. Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций. :: Издательство ИГАЭЛиУ, 2000. - 222 с.
- 31.Рынок ценных бумаг : Учебник для студ.эконом. спец. и 3 направлений вузов /Авт.кол.: В.А.Галанов, А.И.Басов, З.К.Голда и др.; Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова; Российская экономическая академия им. Г.В.Плеханова .- 2 изд. , перераб. и доп .- М. : Финансы и статистика, 2008 .-448с.
- 32.Твардовский В.В., Паршиков С. Секреты биржевой торговли: Торговля акциями на фондовых биржах. – М. Альпина Бизнес Букс, 2007. – 550 с.

#### **Статьи в периодических изданиях**

- 33.Байбаков А. Анализ рынка акций "второго эшелона". //Рынок ценных бумаг .- 2007 .- Июнь .- № 11 .- Биржевое обозрение № 6 .- С.19-21.
- 34.Безуглов В. Второй эшелон идет на обгон. Акции небольших предприятий способны принести инвесторам большую прибыль. //Российская газета .- 2007 .- 3 декабря.-№ 270п .- С.7.

- 35.Берсенева Е. Обзор российского рынка неликвидных акций. // Рынок ценных бумаг .- 2007 .- Август .- N 16 .- С.57-62.
- 36.Богданов А. IPO инвестиционных ПИФов. //Рынок ценных бумаг .- 2006 .- Сентябрь .- N18 .- С.76-79.
- 37.Вавулин Д.А. Индекс РТС - основной индикатор состояния российского фондового рынка. //Финансы и кредит .-2006 .- N 8 .- С.63-71.
- 38.Вьюгин О. Российские акции стали лакомым блюдом "Российская Бизнес-газета" №28 от 11.12.07 г.
- 39.Горюнов Р. "Мы должны подтягивать ликвидность глобального рынка к нам": Интервью с главой РТС. //Коммерсантъ-дэйли.- 2007 .- 8 августа .- № 140 .- С.14.
- 40.Давыдов А.Ю. Проблемы развития российского финансового рынка. //Бизнес и банки.- 2007.- Сентябрь.- № 36.- С.1-3.
- 41.Дерищева О., Шедоров А. Листинг ценных бумаг в России // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления!№1 2(31) декабрь 2006
- 42.Дранкина Е. Локомотив второго эшелона. //Коммерсантъ. Деньги .- 2007.- 23 апреля-6 мая .- № 15-16 .- С. 40-42.
- 43.Захаров А.В. Станет ли фондовый рынок источником инвестиций. – М.:Издательский дом «РЦБ» / Рынок ценных бумаг № 6 (165) 2006
- 44.Зверьков В.Г. Как заработать на рынке акций 30%, 50%, 100% годовых – это реально!: Российский опыт. – СПб.: Невский проспект; Вектор, 2007. – 394 с.
- 45.Евпланов А. Инсайдеров поставят на место. Правительство ужесточает меры против манипулирования ценами на финансовых рынках. //Российская бизнес-газета .-2006 .- 10 октября .- № 38 .- С.3.
- 46.Коротких С. Тоговая система ММВБ сегодня и завтра. //Рынок ценных бумаг.- 2007 .- Январь .- N 1 .- Биржевое обозрение N 1 .- С.9-13.
- 47.Маргевич А. Как оценить ликвидность акций при работе на бирже: новый подход к старой проблеме / А.Маргевич, А.Волков. // Рынок ценных бумаг .- 2007 .- Ноябрь .- N21 .- С.75-79.

48. Миркин Я.М. Антикризисное управление фондовым рынком // Рынок ценных бумаг. - 2007. - № 9, - С31-35.
49. Миркин Я. Будущая динамика российского рынка акций: взаимодействие с зарубежными рынками /Я. Миркин, М. Кудинова. //Рынок ценных бумаг.- 2006 .-Апрель.- N8 .- С.44-46.
50. Миркин Я.М. Волатильность // Рынок ценных бумаг. - 2007.- № 6.- С.32-35.
51. Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к Дискуссии). - М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2006. - 80 с
52. Савицкий В.В. О первичном размещении акций российских эмитентов на внутреннем биржевом рынке. //Финансы.-2006 .- № 3 .- С.60-64.
53. Соловьев П. Срочный рынок ММВБ в 2006 году и перспективы развития. //Рынок ценных бумаг .- 2007 .- Март.-№ 5 .- Биржевое обозрение № 3 .- С.17-20.
54. Соловьев П. Институт маркет-мейкеров как механизм формирования и стимулирования ликвидности.//Рынок ценных бумаг. – 2008.-N7 – С.30-35
55. Тузов И.В. Перспективы развития российского и международных фондовых рынков в ближайшие пять лет. //Вестник Финансовой академии .- 2006 .- № 3 .- С.170-181.
56. Тупикин Е. Российский фондовый рынок: тенденции и перспективы. //Рынок ценных бумаг.- 2006 .- Август.-N 16 .- С.10-13.

#### **Интернет источники**

57. Базовый курс по рынку ценных бумаг, [http://polbu.ru/base\\_course/](http://polbu.ru/base_course/)
58. Генрих Эрдман, Кухня биржевых специалистов «Эксперт», <http://www.expert.ru/printissues/d/2005/01/01dfond3a/>
59. Гурова Т., Эрдман Г. Ликвидация дефицита ликвидности, <http://www.expert.ru/printissues/d/2005/01/01dsafon1/>

- 60.Игроки. Кто такие маркет-мейкеры – кукловоды, манипулирующие ценами, или рыцари, спасающие фондовый рынок от паралича?  
<http://cased.ru/>
- 61.К. Келли, С. Крейг "Специалисты" NYSE заплатят \$240 млн.,  
<http://www.ifru.ru/news/7/2004/02/3129>
- 62.Ковалев В., П. Бобрик. Апрельские качели. Обзор фондового рынка в мире и России, <http://rosvesty.ru/1909/economics/?id=3712>
- 63.Маркет-мейкером по акциям «РТМ» стало ЗАО «UBS Securities»,  
<http://www.1rre.ru/news/doc/8285>
- 64.Потемкин А. Как удержать ликвидность на фондовом рынке,  
<http://www.expert.ru/printissues/expert/2004/40/40ex-adr/>
- 65.Рожков Р. Российский фондовый рынок вновь популярен,  
<http://www.rb.ru/finance/learn/article/2007/12/10/152630.html>
- 66.<http://www.biggap.ru/>
- 67.<http://www.nyse.com/productservices/nyseequities>
- 68.[www.micex.ru](http://www.micex.ru)
- 69.[www.rts.ru](http://www.rts.ru)
- 70.<http://www.quote.ru/mf/news/2007/04/11/31439101.shtml>

Значение индекса ММВБ (1998-2008 гг.)<sup>50</sup>



<sup>50</sup> <http://www.quote.ru>

Ведущие операторы Классического рынка РТС в феврале 2008 года<sup>51</sup>

Позиция в рейтинге за февраль	Позиция в рейтинге за январь	Код	Наименование
1	1	<u>TROY</u>	Тройка Диалог ИК ЗАО
2	5	<u>RENC</u>	Ренессанс Брокер ООО
3	2	<u>BUBS</u>	Ю Би Эс Секьюритиз ЗАО
4	6	<u>MTRF</u>	МЕТРОПОЛЬ ИФК ООО
5	3	<u>UFGR</u>	Дойче Секьюритиз ЗАО
6	4	<u>CITF</u>	КИТ Финанс ООО
7	7	<u>CITI</u>	Ситибанк КБ ЗАО
8	12	<u>CSFB</u>	БАНК КРЕДИТ СВИСС (МОСКВА) ЗАО
9	16	<u>OPEN</u>	Брокерский дом ОТКРЫТИЕ ОАО
10	15	<u>PRSP</u>	Проспект ИК ОАО
11	10	<u>ALFC</u>	Альфа-Банк ОАО
12	20	<u>RMGS</u>	Рай, Ман энд Гор секьюритиз ОАО
13	19	<u>ATON</u>	ЮниКредит Атон ЗАО
14	8	<u>MEIN</u>	Металлинвестбанк АКБ ОАО
15	18	<u>CINV</u>	ЦентрИнвест Секьюритис ООО
16	14	<u>TIBM</u>	ТРАСТ Инвестиционный Банк ОАО
17	24	<u>PSTR</u>	ПОЛЯРНАЯ ЗВЕЗДА ИФК ЗАО
18	11	<u>MBWB</u>	МДМ-Банк ОАО
19	25	<u>RINV</u>	РОСТИНВЕСТ ИК ООО
20	22	<u>ANTC</u>	Антанта-Капитал ООО
21	17	<u>CKBN</u>	ЦентроКредит АКБ
22	21	<u>MPAR</u>	Менеджмент Партнер ЗАО
23	23	<u>SOVL</u>	СОВЛИНК ООО
24	13	<u>NKOL</u>	УРАЛСИБ Кэпитал ООО
25	26	<u>EAST</u>	ИСТ КОММЕРЦ ИГ ООО

<sup>51</sup> <http://www.rts.ru/a16155/#leader>

**Изменение структуры инвесторов в зависимости от раздела списка ценных бумаг<sup>52</sup>**

Инвестор	Средства инвестора	Котировальные списки				
		A1	A2	Б	В	И
Негосударственные пенсионные фонды (НПФ)	Пенсионные резервы	+	+	+	+	+
	Пенсионные накопления	+	-	-	-	-
Пенсионный фонд Российской Федерации	Пенсионные накопления	+	-	-	-	-
Страховые компании	Собственные средства	+	-	-	-	-
	Средства страховых резервов	+	-	-	-	-
Фонд обязательного страхования вкладов физических лиц	Временно свободные денежные средства	+	+	+	-	-
Накопительно - ипотечная система жилищного обеспечения военнослужащих	Накопления для жилищного обеспечения	+	-	-	-	-
Акционерные / паевые инвестиционные фонды (АИФ / ПИФ)	Инвестиционные резервы / Имущество пайщиков, переданные в ДУ	+	+	+	+	+
Общие фонды банковского управления (ОФБУ)	Денежные средства, переданные в ДУ	+	+	+	+	+
Доверительное управление (ДУ)	Денежные средства, переданные в ДУ	+	+	+	+	+
Сделки, совершаемые с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем (Маржинальные сделки)	Обеспечение обязательств клиента под залог ценных бумаг	+	+	+	+	+
	Кредитование ценными бумагами	+	+	+	+	+
	Кредитование денежными средствами	+	+	+	+	+

<sup>52</sup> <http://www.rts.ru>

Требования листинга для акций<sup>53</sup>

Требования	A1	A2	Б	В	И
Заявитель	Эмитент				Эмитент + УФК <sup>54</sup>
Срок нахождения акций в котировальном списке при условии соответствия предъявляемым к акциям и эмитенту требованиям (с даты включения)	Нет ограничений	Нет ограничений	Нет ограничений	Не более 6 мес.	Не более 5 лет
Максимальная доля обыкновенных акций, находящихся во владении одного лица и его аффилированных лиц (для включения в котировальный список обыкновенных акций)	75%	75%	90%	Кол-во размещаемых (предлагаемых к обращению) акций не менее 10%	
Минимальный ежемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам последних 3 месяцев (для включения в котировальный список)	25 млн руб.	2,5 млн руб.	1,5 млн руб.	-	-
Отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех	Требуется	Требуется	-	Требуется	-
Капитализация - обыкновенных акций - привилегированных акций	10 млрд руб. 3 млрд руб.	3 млрд руб. 1 млрд руб.	1,5 млрд руб. 0,5 млрд руб.	-	60 млн руб. 25 млн руб.
Наличие годовой финансовой отчетности по стандартам IAS или US GAAP вместе с аудиторским заключением в отношении указанной отчетности на русском языке	Требуется	Требуется	-	-	-
Минимальный срок существования эмитента (в случае реорганизации юр. лица, срок существования учитывает срок деятельности юр. лица, в результате реорганизации кот. был создан эмитент — только для А1, А2, Б)	3 года	3 года	1 год	3 года	-

<sup>53</sup> О.Дерищева, А Шедоров Листинг ценных бумаг в России // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления! №1 2(31) декабрь 2006

<sup>54</sup> УФК - Уполномоченный финансовый консультант - профессиональный участник рынка ценных бумаг, имеющий лицензию на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, имеющий статус финансового консультанта ФКЦБ/ФСФР России, принявший на себя, обязательства, установленные Правилами допуска ценных бумаг к торгам, договором с Эмитентом и аккредитованный Биржей в соответствии с установленным ею порядком.



Обязательство по представлению списка аффилированных лиц и его регулярному обновлению	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется	Требуется
Соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения, предусмотренных Правилами листинга для соответствующего котировального списка	На момент подачи заявления	На момент подачи заявления или обязательства о соблюдении по истечении 1 года со дня включения ценных бумаг в котировальный список	На момент подачи заявления		

Данная магистерская диссертация выполнена мной самостоятельно.

«\_\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2008 г. \_\_\_\_\_