

УДК 33 DOI: 10.14451/1.234.420

Бизнес-модели и цепочки создания стоимости в компаниях-организаторах биржевых торгов

© 2024 Тимошинин Владислав Романович

Аспирант Факультета налогов, аудита и бизнес-анализа Кафедра бизнес-аналитики. Финансового университета при Правительстве РФ.

E-mail: v-timoshinin@yandex.ru

Ключевые слова: компании-организаторы биржевых торгов, биржа фондовые биржи, бизнес-модель, цепочка создания стоимости, анализ инвестиционной стоимости компании.

В данной статье рассматриваются основные бизнес-модели и цепочки создания стоимости компаний-организаторов биржевых торгов. С развитием технологий и глобализацией финансовых рынков биржевые структуры вынуждены адаптировать свои модели и стратегии для повышения эффективности и конкурентоспособности. Статья подчеркивает значимость глубокого понимания бизнес-моделей и процессов создания стоимости в данных компаниях для анализа их инвестиционной стоимости. Это особенно важно для инвесторов и аналитиков, стремящихся оценить будущие финансовые перспективы и уровень риска, связанный с инвестициями в биржевые компании. Результаты данного исследования могут способствовать принятию обоснованных инвестиционных решений на фондовом рынке.

Введение

В современном мире финансовых рынков биржи играют ключевую роль в обеспечении эффективного распределения капитала, ликвидности и управления рисками. С развитием технологий и глобализацией финансовых рынков бизнес-модели бирж претерпевают значительные изменения. Современные биржи вынуждены конкурировать не только друг с другом, но и с новыми участниками рынка, такими как электронные торговые платформы и финтех-компании, что стимулирует их к внедрению инновационных технологий и пересмотру своих бизнес-моделей для повышения эффективности и конкурентоспособности. Ужесточение регуляторных требова-

ний и необходимость соблюдения международных стандартов накладывают дополнительные обязательства на биржи, требуя от них разработки новых стратегий управления рисками и обеспечения прозрачности операций. Биржи играют ключевую роль в создании стоимости для различных участников рынка, включая инвесторов, эмитентов и регуляторов. Осознание того, как различные бизнес-модели бирж способствуют этому процессу, имеет решающее значение для повышения их операционной эффективности и конкурентоспособности. Интерес к глубокому анализу этих моделей вызван необходимостью адаптации к изменяющимся рыночным условиям и внедрению инновацион-

ных технологий. В этом контексте понимание используемой бизнес-модели и анализ цепочки создания стоимости представляет собой центральный элемент в анализе инвестиционной стоимости компаний. Он позволяет не только идентифицировать основные механизмы, с помощью которых биржи создают добавленную стоимость для своих акционеров, но и оценивать, как эти механизмы способствуют устойчивому экономическому росту и стабильности. Детальное понимание этих процессов критически важно для анализа инвестиционной стоимости, поскольку оно позволяет инвесторам и аналитикам более точно оценить потенциальную прибыльность и риски, связанные с инвестиционными решениями.

Основная часть

Ключевая роль фондовых бирж в экономическом росте и устойчивом развитии экономики отмечается многими авторами. Функционируя как посредники, объединяющие инвесторов с предприятиями, нуждающимися в капитале для инноваций и расширения, они создают регулируемую и прозрачную среду, которая обеспечивает защиту инвесторов и стимулирует доверие к финансовым рынкам. Биржи также способствуют распространению лучших практик корпоративного управления, что повышает прозрачность и подотчетность компаний, котирующихся на биржах. Важность бирж возрастает в контексте глобальных усилий по достижению устойчивого развития, так как они активно продвигают экологические, социальные и управленческие (ESG) стандарты, а также участвуют в финансировании зеленых проектов через выпуск зеленых облигаций [9]. Благодаря этим функциям, фондовые биржи не только способствуют эффективной мобилизации ресурсов, но и привлекают возрастающий интерес со стороны инвесторов как самостоятельные объекты инвестирования. Устойчивая бизнес-модель бирж, включающая разнообразные источники доходов от листинга, торговли и предоставления рыночных данных, обеспечивает им стабильный поток доходов даже в условиях волатильности рынка. Кроме того, биржи имеют высокую операционную эф-

фективность и устойчивость к экономическим потрясениям, что делает их привлекательными для долгосрочных инвестиций. Все эти факторы, включая их ключевую роль в поддержании ликвидности и стабильности финансовых рынков, способствуют повышенному интересу инвесторов к фондовым биржам как к надежным и перспективным объектам для вложения капитала.

При принятии решения об инвестировании в компанию, которая организует биржевые торги, важно учитывать экономические условия, в которых она функционирует, поскольку такие факторы, как экономический рост, уровень инфляции и степень развития финансового сектора, могут существенно влиять на её эффективность [3]. Однако не менее важно анализировать бизнес-модель и цепочку создания стоимости самой компании. Эффективная бизнес-модель, способная быстро адаптироваться к меняющемуся миру, способствует устойчивому развитию компании.

Бизнес-модели бирж постоянно эволюционируют в ответ на технологические изменения и новые регуляции. Эти изменения привели к увеличению конкуренции и фрагментации рынка, что проявляется как между биржевой и внебиржевой торговлей, так и между открытыми и скрытыми формами торговли. Биржи адаптируют свои модели для поддержания рыночной справедливости и эффективности, отвечая на вызовы и возможности, возникающие в современной торговой среде [2]. Одним из ключевых процессов, способствовавших этой эволюции, была демутуализация бирж. Демутуализация предполагала преобразование бирж из взаимных организаций, принадлежащих их членам, в акционерные компании, ориентированные на получение прибыли. Этот процесс позволил биржам привлекать дополнительные инвестиции, модернизировать свои технологические платформы и улучшать конкурентные позиции на глобальном рынке. Примеры успешной демутуализации включали Нью-Йоркскую фондовую биржу (NYSE) и Лондонскую фондовую биржу (LSE), которые после преобразования смогли

значительно расширить свои рыночные доли через слияния и стратегические альянсы. Эти изменения способствовали более эффективному управлению, увеличению прозрачности и улучшению качества предоставляемых услуг, что в конечном итоге вело к повышению доверия инвесторов и росту ликвидности на рынках [1].

В академическом дискурсе присутствуют разнообразные взгляды на классификацию бизнес-моделей бирж. Исследование, опубликованное в работе *Three Business Models for the Stock Exchange Industry*, идентифицирует три ключевые модели: глобальные биржи (Global Exchange), региональные биржи (Regional Exchange) и диверсифицированные биржи (Diversified Exchange) [5]. Каждая из этих моделей демонстрирует уникальные функциональные характеристики и стратегические подходы, которые существенно влияют на их операционную деятельность и позиционирование на международном финансовом рынке.

Глобальные биржи стремятся привлечь международные компании и инвесторов, предлагая высокий уровень ликвидности и международную видимость. Такие площадки, как New York Stock Exchange или London Stock Exchange, служат важными центрами для крупномасштабных международных операций и часто выбираются компаниями, стремящимися минимизировать свои капитальные затраты благодаря глобальному размаху и престижу.

Региональные биржи сосредоточены на обслуживании специфических региональных или национальных рынков. Они обеспечивают платформу, которая отражает экономическое состояние данного региона, и привлекают местных инвесторов, предлагая специализированные услуги и глубокое понимание локальной экономической динамики.

Диверсифицированные биржи развивают дополнительные бизнес-линии и активно исследуют новые рыночные возможности, выходя за рамки традиционных биржевых операций. Эти биржи вносят значительный вклад в инновационное

развитие финансовых продуктов, способствуя конкурентоспособности в условиях глобализации и технологических изменений.

В другой значимой работе, озаглавленной *The Economics of the Global Stock Exchange Industry*, подробно рассматриваются три основные бизнес-модели бирж: узкоспециализированная, диверсифицированная и вертикально интегрированная. Авторы изучают, как каждая из этих моделей способствует операционной деятельности и экономической эффективности бирж, обеспечивая их адаптацию к быстро меняющимся требованиям глобальной экономической среды [4].

Узкоспециализированная бизнес-модель ограничивает спектр предлагаемых финансовых продуктов, позволяя биржам сосредоточиться на специфической нише рынка. Эта модель предпочтительна для бирж, специализирующихся на конкретных типах активов, таких как акции или облигации, что способствует углублению экспертизы в выбранной области.

Диверсифицированная бизнес-модель предусматривает торговлю широким ассортиментом финансовых продуктов и услуг, что позволяет биржам привлекать различных участников рынка и увеличивать торговые объемы. Биржи, использующие эту модель, часто занимаются торговлей акциями, облигациями, производными финансовыми инструментами и другими активами, способствуя росту своей рыночной капитализации и доходов.

Вертикально интегрированная бизнес-модель включает в себя управление всеми аспектами торгового и послеторгового процесса – от исполнения операций до клиринга и расчетов. Это позволяет биржам контролировать качество всех предоставляемых услуг, улучшая тем самым прозрачность и снижая риски для участников рынка.

В другом исследовании, *Stock Exchange Business Models and Their Operative Performance*, также проводится анализ различных бизнес-моделей бирж и их влияние на эффективность

операций [8]. Автор выделяет пять основных бизнес-моделей, каждая из которых обладает своими особенностями и потенциальными эффектами на эффективность биржи.

Рынок спот (CASH MARKET-ONLY) представляет собой модель, в которой биржи работают исключительно на спотовом рынке, не расширяя свою деятельность на другие связанные области. Этот тип бизнес-модели фокусируется на традиционной торговле акциями и облигациями с быстрым расчетом и поставкой активов. Такие биржи не интегрируют дополнительные услуги или платформы, что позволяет им поддерживать простую и специализированную структуру операций.

Горизонтальная интеграция (Horizontal) включает в себя расширение операций биржи за счет добавления торговых платформ для деривативов. Эта модель позволяет биржам привлекать более широкий круг участников рынка, заинтересованных в хеджировании рисков и спекулятивной торговле. Примером может служить комбинация спотового рынка и рынка деривативов, которые могут быть объединены в одну торговую систему, что позволяет экономить ресурсы и повышать эффективность.

Вертикальная интеграция (Vertical) подразумевает интеграцию пост-трейдинговых услуг, таких как клиринг, расчет и кастодиальные услуги, в существующие операции биржи. Объединение торговых и пост-трейдинговых услуг на общей платформе может значительно повысить операционную эффективность, обеспечивая более быстрые и надежные расчеты по сделкам. Тем не менее, автор отмечает, что увеличение операционной сложности может компенсировать потенциальные выгоды от синергий.

Горизонтально-вертикальная интеграция (Horizontal-Vertical) представляет собой комбинацию горизонтальной и вертикальной интеграции, включающую как торговлю деривативами, так и пост-трейдинговые услуги. Такая модель позволяет извлечь выгоду из синергий обоих видов интеграции, предоставляя полный спектр услуг от

торговли до расчетов. Однако автор подчеркивает, что управление такими интегрированными структурами может быть сложным и требовать значительных ресурсов.

Полная интеграция (Full Integration) включает все вышеперечисленные виды деятельности, а также разработку и продажу программного обеспечения. Биржи, использующие эту модель, стремятся максимизировать доходы за счет диверсификации своей деятельности на различные смежные рынки. Несмотря на потенциал для значительного роста производительности факторов, такая высокая степень интеграции часто приводит к значительным операционным и управленческим сложностям.

В целом, статья подчеркивает, что выбор бизнес-модели для биржи должен основываться на тщательном анализе потенциальных выгод и затрат, связанных с интеграцией различных видов деятельности.

В книге *Evolution of the Exchange Industry: From Dealers' Clubs to Multinational Companies* Manuela Geranio выделяет несколько основных бизнес-моделей бирж в современной финансовой системе [6].

Первый тип – традиционная взаимная модель биржи. Биржи функционируют как монополистические институты, принадлежащие своим членам, таким как банки и брокеры, предоставляя платформу для торговли акциями и другими финансовыми инструментами.

Второй тип – коммерческая демутиализированная модель. Биржи переходят от структуры взаимного владения к структуре, где права собственности отделены от торговых прав. Многие из них стали публичными компаниями, стремящимися к получению прибыли и предоставляющими широкий спектр услуг, включая торговлю, клиринг и листинг новых компаний.

Третий тип – многонациональная корпорация. Современные биржи часто функционируют как многонациональные корпорации, предоставляющие свои услуги на глобальном уровне. Они

активно интернационализируют свою деятельность, создавая совместные предприятия и приобретая другие биржи.

Четвертый тип – модель интегрированного поставщика услуг. Биржи предлагают комплексные решения, включающие не только торговлю, но и услуги пост-трейдинга, управление рисками, продажу данных и IT-услуги. Они обеспечивают полный цикл услуг от листинга компаний до расчета и клиринга сделок.

Пятый тип – модель технологического и информационного поставщика. Биржи активно инвестируют в разработку и продажу торговых технологий и данных. Они создают и лицензируют торговые платформы, продают рыночные данные и предоставляют аналитические услуги.

Все классификации бизнес-моделей бирж, в сущности, фокусируются на ключевых аспектах: форме собственности, степени горизонтальной и вертикальной интеграции, а также региональной ориентации. Форма собственности биржи может варьироваться от взаимных организаций до публичных компаний, что определяет стратегические и управленческие подходы. Горизонтальная интеграция включает расширение спектра торговых продуктов и услуг, таких как деривативы и информационные продукты. Вертикальная интеграция охватывает весь спектр операций от первичной торговли до пост-трейдинговых процессов, включая клиринг и расчет. Региональная ориентация делит биржи на локальные, обслуживающие определенные национальные или региональные рынки, и глобальные, привлекающие международных эмитентов и инвесторов через высокую ликвидность и международную видимость. Эти классификации демонстрируют стратегические направления, операционные возможности и географический фокус бирж, что способствует глубинному анализу их конкурентных преимуществ и рыночных позиций.

Понимание бизнес-модели фондовой биржи предоставляет важное, но ограниченное видение о ее работе, поэтому для комплексного

анализа необходимо проводить исследование цепочки создания стоимости на основе данных о бизнес-модели, что в конечном счёте позволит выявить ключевые факторы формирования стоимости.

В своей работе *Evolution of the Exchange Industry From Dealers Clubs to Multinational Companies* автор рассматривает цепочку создания стоимости (value chain) как ключевой элемент для понимания бизнес-модели и конкурентных преимуществ фондовых бирж, опираясь на теоретическую основу, предложенную Майклом Портером [7]. Эта концепция позволяет выделить основные и поддерживающие виды деятельности, которые создают ценность для организации. Основные виды деятельности включают листинг, торговлю, пост-торговые услуги, продажу данных и IT-услуги. Эти процессы непосредственно связаны с созданием и предоставлением продуктов и услуг, востребованных на рынке. Автор подчеркивает, что поддерживающие виды деятельности, такие как управление инфраструктурой, человеческими ресурсами, технологическая инфраструктура и управление рисками, играют критическую роль в обеспечении эффективности и устойчивости основных процессов. Понимание цепочки создания стоимости позволяет выявлять ключевые области, что особенно важно в условиях быстро меняющихся технологий и регуляторных реформ [6].

В другой работе, *The Economics of the Global Stock Exchange Industry*, представлено иное видение цепочки создания стоимости в биржевой индустрии [4]. Авторы этой работы считают, что цепочка создания стоимости является комплексным и многоуровневым процессом, состоящим из нескольких ключевых этапов. Первый этап – это допуск к листингу (origination), который включает процесс допуска эмитентов к листингу. На данном этапе биржи или регуляторные органы оценивают соответствие эмитентов установленным правилам и стандартам листинга. Это позволяет эмитентам привлекать капитал на более выгодных условиях, а инвесторам – обеспечить надежность и прозрачность рынка.

Второй этап – исполнение ордеров (order execution), связанное с механизмом сопоставления покупок и продаж ценных бумаг, известное как микроэкономика рынка. В рамках этого этапа биржи создают торговые платформы и устанавливают правила и процедуры, направленные на обеспечение справедливости и эффективности торгов. Этот процесс также включает контроль над соблюдением правил и предотвращение манипуляций с ценами. Последний этап – постторговые операции (post-trading), включающие клиринг, расчет и хранение ценных бумаг. Этот этап организован с участием центральных депозитариев и центральных контрагентов, что обеспечивает завершение сделок и управление рисками. Таким образом, каждый из этих этапов является критически важным для создания стоимости в биржевой индустрии, способствуя её стабильности и привлекательности для участников рынка.

Проанализировав существующие подходы к определению цепочки создания стоимости, можно выделить ключевые этапы для биржи, организующей торги акциями и применяющей вертикально интегрированную бизнес-модель, включающую листинг, трейдинг и пост-трейдинг, подразумевающий клиринг и хранение. Эти ключевые этапы можно изобразить в виде цепочки создания стоимости биржи (рис. 1).

Цепочка создания стоимости на первичном рынке начинается с эмитента, который выпускает новые акции. Эмитент, стремясь привлечь капитал, обращается к посредникам, таким как инвестиционные банки и брокеры. Эти посредники помогают эмитенту разместить акции на бирже, обеспечивая подготовку и проведение процедуры листинга. Листинг включает регистрацию акций и их допуск к торгам, что позволяет инвесторам приобретать данные ценные бумаги. На этапе первичного размещения эмитент осуществляет распределение акций по заранее установленной цене, что закладывает основу для дальнейших торгов. Пост-трейдинг, включающий клиринг и хранение, обеспечивает выполнение сделок и минимизацию рисков для

участников рынка, поддерживая стабильность и доверие в торговом процессе.

После первичного размещения акции переходят на вторичный рынок, где они свободно обращаются между инвесторами. Вторичный рынок позволяет инвесторам торговать акциями, обеспечивая непрерывность торгов и высокую ликвидность. Биржа продолжает выполнять функции листинга, трейдинга и пост-трейдинга, поддерживая прозрачность и эффективность рынка на этом этапе.

Процесс выкупа акций предполагает обратную цепочку: инвесторы продают свои акции через биржу, проходя этапы трейдинга и пост-трейдинга, и акции возвращаются к эмитенту. Вертикально интегрированная бизнес-модель биржи оптимизирует все этапы торгового процесса, обеспечивая надежность и эффективность функционирования рынка ценных бумаг.

Таким образом, цепочка создания стоимости на рынке акций охватывает все стадии обращения акций, включая первичное размещение, вторичные торги и выкуп. Этот полный цикл услуг для участников рынка способствует минимизации рисков, поддержанию высокой ликвидности и прозрачности торгового процесса.

Заключение

В данной статье рассмотрены основные подходы к классификации бизнес-моделей бирж. Выделены ключевые аспекты, которые классифицируют бизнес-модель биржи, включая форму собственности, степень горизонтальной и вертикальной интеграции, а также региональную ориентацию. Кроме того, в статье рассмотрены различные подходы к определению цепочки создания стоимости в биржевой индустрии. Анализ цепочки создания стоимости позволяет выявить факторы, формирующие стоимость биржевых компаний. В исследовании представлен пример цепочки создания стоимости для биржи с вертикально интегрированной бизнес-моделью, функционирующей на рынке акций. Эта цепочка охватывает этапы от первичного размещения до выкупа, включая листинг, трейдинг, пост-трейдинговые

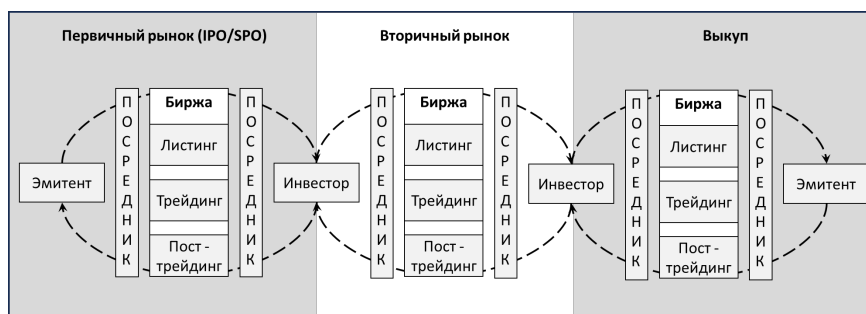


Рис. 1. Цепочка создания стоимости компании-организатора биржевых торгов на рынке акций. Составлено автором.

операции, такие как клиринг и хранение ценных бумаг.

Глубокое понимание бизнес-моделей и процессов создания стоимости в биржах является критически важным для анализа их инвестиционной стоимости. Это понимание помогает определить факторы, которые формируют стои-

мость компаний-организаторов биржевых торгов. Идентификация этих факторов способствует более точной оценке потенциальных прибыли и рисков, связанных с инвестициями в такие компании, что, в свою очередь, способствует принятию более обоснованных инвестиционных решений на фондовом рынке.

Библиографический список

1. Ben Slimane Faten. The Structural Evolution of Stock Exchanges // *Recherches en Sciences de Gestion*. – 2012. – Dec. – Vol. 93, no. 6. – P. 47–71. – ISSN 2259-6372. – DOI: [10.3917/resg.093.0045](https://doi.org/10.3917/resg.093.0045).
2. Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation // *OECD Business and Finance Outlook*. – OECD, 01/2016. – P. 119–140. – ISBN 9789264294295. – DOI: [10.1787/9789264257573-9-en](https://doi.org/10.1787/9789264257573-9-en).
3. Clark E., Qiao Z. Stock exchange efficiency and convergence: international evidence // *Annals of Operations Research*. – 2021. – Jan. – Vol. 313, no. 2. – P. 855–875. – ISSN 1572-9338. – DOI: [10.1007/s10479-020-03869-1](https://doi.org/10.1007/s10479-020-03869-1).
4. Floreani J., Polato M. The Economics of the Global Stock Exchange Industry. – Palgrave Macmillan UK, 2014. – ISBN 9781137321831. – DOI: [10.1057/9781137321831](https://doi.org/10.1057/9781137321831). – URL: <http://dx.doi.org/10.1057/9781137321831>.
5. Galper J. Three Business Models for the Stock Exchange Industry // *The Journal of Investing*. – 2001. – Vol. 10, no. 1. – P. 70–78.
6. Geranio M. Evolution of the Exchange Industry. – Springer International Publishing, 2016. – ISBN 9783319210278. – DOI: [10.1007/978-3-319-21027-8](https://doi.org/10.1007/978-3-319-21027-8). – URL: <http://dx.doi.org/10.1007/978-3-319-21027-8>.
7. Porter M. On competition. – Boston, MA : Harvard Business School Press, 1988.
8. Serifsoy B. Stock exchange business models and their operative performance // *Journal of Banking & Finance*. – 2007. – Oct. – Vol. 31, no. 10. – P. 2978–3012. – ISSN 0378-4266. – DOI: [10.1016/j.jbankfin.2006.12.010](https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.12.010). – URL: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.12.010>.
9. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), World Federation of Exchanges (WFE). The Role of Stock Exchanges in Fostering Economic Growth and Sustainable Development. – Geneva : UNCTAD, 2017. – 22 p.