

Опубликовано на нашем сайте: 7 февраля 2003 г.

*Время МН, 26 февраля 2002 года*

## **УНИВЕРСАЛИЗАЦИЯ БИРЖ - ВЕЛЕНИЕ ВРЕМЕНИ**

*АЛЕКСАНДР ЗАХАРОВ,  
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР МОСКОВСКОЙ  
МЕЖБАНКОВСКОЙ ВАЛЮТНОЙ БИРЖИ (ММВБ)*

**В условиях глобализации мировой экономики все большую роль играют универсальные биржи. Российские биржи, несмотря на свою относительную молодость, в полной мере восприняли эти мировые тенденции. В процессе экономических реформ они стремятся построить механизм рыночного перетока инвестиций из финансового сектора в промышленность. Сегодняшняя статья - о новых тенденциях развития этого сектора финансового рынка.**

### **Универсализация бирж и ее причины**

За последнее десятилетие XX в. биржевая деятельность во всем мире подверглась стремительным преобразованиям, которые полностью изменили облик современной биржи. Одним из таких изменений стала универсализация биржевой деятельности. Ее суть состоит в том, что одна биржа организует торговлю сразу на нескольких финансовых рынках: рынке ценных бумаг, рынке срочных сделок (фьючерсов и опционов), рынке иностранной валюты. Это необходимо, чтобы адаптироваться к современным условиям, сложившимся в результате глобализации мировой экономики, и выстоять в конкурентной борьбе.

Раньше биржевые торги были ограничены размерами одного помещения - биржевого зала, который не мог вместить всех желающих. Отсутствие современных средств связи, таких, как Интернет, исключало возможность удаленного доступа к бирже. Например, брокер, находящийся в Париже, не мог участвовать в торговле на Нью-Йоркской фондовой бирже, и наоборот. Это накладывало жесткие ограничения на возможное число непосредственных участников биржевых торгов, а сам доступ к биржевым торгам был привилегией. Как правило, биржам не приходилось конкурировать между собой за то, чтобы привлечь как можно больше участников даже в границах одной страны, а тем более - на международном уровне. Немыслимой была ситуация, когда биржа, находящаяся в одном государстве, привлекала участников торгов и компании, выпускающие ценные бумаги (эмитентов), из другого государства.

Современные технологии изменили биржевую деятельность. Они позволили перевести торговлю в электронную форму, когда не имеет значения, где находится участник торгов - в биржевом зале или вне его. Появилась технология удаленного доступа к биржевым торгам. Она открыла для бирж перспективы по привлечению новых клиентов и в то же время породила новые проблемы. Теперь участники торгов получили возможность выбирать биржу, на которой они хотят заключать сделки. С технической точки зрения нет препятствий для того, чтобы, находясь на территории одной страны, торговать на бирже другой страны. Могут существовать юридические препятствия, но валютная либерализация и сближение законодательства разных государств привели к снятию административных барьеров для движения капитала из одной страны в другую.

Деятельность бирж вышла за рамки национальных границ, и они стали конкурировать между собой на международном уровне.

Например, чтобы привлечь инвестиции, компании необязательно размещать свои ценные бумаги на бирже своего государства. Она может сделать это на иностранной бирже, где лучше условия и где сосредоточено больше участников торгов, которые могут предъявить спрос на ценные бумаги. Иностранцев активно привлекают Нью-Йоркская и Лондонская фондовые биржи. Немецкая и Венская биржи совместно создали NEWEX - Новую европейскую биржу, которая специально предназначена для торговли ценными бумагами компаний из стран Центральной и Восточной Европы, включая Россию.

"Конкуренция" - ключевое слово, когда мы говорим о биржевой деятельности сегодня.

Организация торговли - это услуга, которую биржа предоставляет участникам торгов и эмитентам, размещающим свои ценные бумаги. За это она взимает плату в виде различного рода взносов и комиссионных сборов. Инвесторы и эмитенты могут переходить с одной биржи на другую в поисках более выгодных условий и рынка, на котором присутствует наибольшее число участников. Оценивая привлекательность биржи, они руководствуются теми же критериями, что и клиенты в других отраслях экономики: качество, цена и набор предоставляемых услуг. В таких условиях может выстоять только та биржа, которая позволяет эффективно и с минимальными издержками торговать различными финансовыми инструментами в рамках одной системы. Эта идея - главная в годовых отчетах почти всех бирж за 2000-2001 гг. Так, в годовом отчете Гонконгских бирж, объединившихся в 2000 г., указано, что "повышение эффективности и уменьшение издержек будут среди долгосрочных выгод от объединения фондового и срочного рынков".

Существование универсальных бирж возможно и выгодно потому, что оно имеет объективную основу. Все финансовые рынки взаимосвязаны. Их участники, чтобы получить максимальную прибыль, разрабатывают сложную стратегию действий и одновременно заключают разные виды сделок на разных биржевых рынках. Например, нередки случаи, когда с одними и теми же ценными бумагами совершается обычная сделка, которая исполняется немедленно, и одновременно заключается срочная сделка с отложенным сроком исполнения. Очевидно, что участнику торгов проще координировать свои действия, когда он может заключить обе сделки в рамках одной биржи.

Финансовый кризис, зародившийся на одном рынке, может потом затронуть и другой рынок, поэтому предотвратить его или уменьшить отрицательные последствия проще, если предпринять одновременные действия и на рынке ценных бумаг, и на срочном рынке, и на рынке иностранной валюты.

Мировой опыт показывает, что универсализация биржи - достаточно эффективный метод в конкурентной борьбе. Соединение "под одной крышей" разных биржевых рынков позволяет достичь сразу нескольких целей.

Прежде всего, уменьшаются издержки биржи. Например, материально-технические ресурсы, квалификация и опыт специалистов, которые обеспечивают торговлю на рынке ценных бумаг, могут быть использованы и для развития срочного рынка. Как и в других отраслях, здесь действует закон экономии от масштаба.

- За счет меньших издержек снижаются сборы, взимаемые биржей с участников торгов.
- Можно создать единую торговую и расчетную систему, максимально унифицировать биржевые правила.
- Универсализация биржевой деятельности позволяет планировать единую, согласованную стратегию дальнейшего развития всех финансовых рынков.
- Участникам удобнее торговать на одной универсальной бирже, сразу получив доступ ко всем рынкам, а не на нескольких специализированных.

- Универсализация бирж выгодна и органам государственной власти, регулирующим финансовые рынки. Сосредоточение всех видов биржевой торговли в рамках одной организации позволяет тщательнее отслеживать подозрительные сделки и манипулирование ценами.
- Когда биржа организует торговлю только на одном рынке, она ставит свое развитие и финансовое благополучие в полную зависимость от его состояния. Если торговая активность на нем снизится или по каким-то причинам прекратится, биржа не сможет компенсировать свои убытки прибылью от других рынков. Универсализация позволяет распределить риски более равномерно.

Нередко биржи специально меняют свое наименование, чтобы подчеркнуть универсальный характер своей деятельности. Так, Стокгольмская фондовая биржа после универсализации в 1998 г. сменила свое наименование на "Биржи Стокгольма". Так же поступила Фондовая биржа Осло (Норвегия) и биржа Гонконга.

### **Способы универсализации**

Эмитенты и инвесторы предпочитают работать на рынках с наибольшей ликвидностью и где в наибольшей степени гарантируется исполнение контрактов. В связи с распространением электронных торговых площадок, предоставляющих доступ одновременно к нескольким рынкам, с развитием технологий и тенденцией к глобализации биржи вынуждены предоставлять доступ на более либеральных условиях, расширять спектр финансовых инструментов и сферу своей деятельности, чтобы оставаться конкурентоспособными и удовлетворять разнообразные потребности финансового сектора, то есть стремиться к универсализации.

Торговые площадки приходят к универсализации разными способами. Первый способ заключается в организации новых торговых секций на базе существующей биржи. Организация новых секций для внедрения торговли новыми инвестиционными продуктами является наиболее распространенной формой достижения универсализма, поскольку организация новой биржи связана с большими издержками, менее эффективна как минимум на начальном этапе. Учитывая опыт, накопленный биржей за всю историю ее существования, имеющиеся в ее распоряжении технологии и ресурсы, становится очевидно, что все это является залогом успеха вновь образуемой секции. В настоящее время наиболее популярно введение новых инструментов срочного рынка и открытие секции срочного рынка или организация секций высокотехнологичных компаний. Именно по такому пути универсализации пошли такие биржи, как Фондовая биржа Сантьяго, Токийская фондовая биржа, Биржи Осло, Копенгагенская фондовая биржа и многие другие.

Вторым способом универсализации является слияние существующих бирж, предоставляющих услуги по организации торгов на разных рынках, чаще фондовом и срочном. Наиболее яркими и, безусловно, успешными примерами слияния бирж с целью универсализации стали Венская биржа (образовавшаяся в результате слияния в декабре 1997 г. Венской фондовой биржи и Австрийской биржи фьючерсов и опционов), Сингапурская биржа (объединившая в себе Фондовую биржу Сингапура и Сингапурскую международную биржу финансовых инструментов) и Гонконгская биржа. При этом стоит отметить, что до слияния каждая из бирж, впоследствии ставших частями новых универсальных бирж, была признанным участником финансового рынка. Сделанный ими шаг к универсализации стал их ответом на тенденции, сложившиеся на мировом финансовом рынке.

### **Международное сотрудничество бирж: биржевые альянсы**

В условиях глобализации может выжить только биржевой механизм, охватывающий максимально возможную территорию и позволяющий торговать в одной системе различными финансовыми инструментами быстро, эффективно и с минимальными затратами. Этим обстоятельством в значительной степени обусловлено динамичное развитие разнообразных связей между биржами, в числе которых следует особо выделить формирование биржевых альянсов, создание которых диктуется новыми технологическими возможностями и конкурентной борьбой за участников рынков. Наиболее показательными примерами успешного функционирования биржевых альянсов в современном мире являются биржи Euronext и Norex.

**Euronext.** Ведущим европейским биржевым альянсом на сегодняшний день является объединенная торговая площадка Euronext. Альянс Euronext был создан в результате подписания 22 сентября 2000 г. соглашения между Парижской (ParisBourseSBF SA), Брюссельской (Societe de la Bourse de Valeurs Mobilitaires de Bruxelles SA - BXS) и Амстердамской биржей (Amsterdam Exchanges NV - AEX). Euronext представляет собой единую компанию, учрежденную в соответствии с голландским законодательством и управляющую биржами в Париже, Амстердаме и Брюсселе. Euronext стала, таким образом, первой интернациональной биржей в мире, члены которой полностью интегрированы, а рынки преобразованы в единую систему. Одним из объединяющих факторов для новой биржи стал евро. Акционеры трех бирж - членов союза согласились обменять свои пакеты акций на акции новой биржи. По соглашению акционерам Парижской биржи отошло 60% акций Euronext, Амстердамской - 32%, а Брюссельской - оставшиеся 8%.

Целью создания Euronext стало намерение предоставить инвесторам, эмитентам и финансовым посредникам полный спектр услуг, начиная от организации листинга и торговли акциями, облигациями и производными инструментами и заканчивая клирингом, расчетами и депозитарными услугами, что должно отвечать потребности инвесторов в развитии единого европейского фондового рынка. Ее порталы в Париже, Амстердаме и Брюсселе, используя уже имеющиеся лицензии на ведение биржевой деятельности, имеют возможность осуществлять обслуживание эмитентов, прошедших или намеревающихся пройти процедуру листинга, на рынках нескольких стран, предлагая их ценные бумаги как институциональным, так и розничным инвесторам, а также обеспечивая полный доступ ко всему перечню услуг биржи. Становясь членом любого из порталов, участники рынка автоматически становятся членами Euronext. При этом все члены имеют равные права и скорость доступа ко всем услугам и ко всем допущенным к обороту инструментам. В настоящее время Euronext претендует на звание первой в мире фондовой биржи, объединяющей три рынка в трех различных странах единой финансовой и информационной технологией, нормативными и регулируемыми правилами. "За счет разработки единой книги заявок по торгам (single electronic order book) для всех вошедших в структуру Euronext бирж и единой клиринговой взаиморасчетной системы появилась реальная возможность создать полностью интегрированную международную фондовую структуру... Для производных финансовых инструментов, допущенных к обороту на Euronext, то есть фьючерсов и опционов, планируется ввод единой торговой платформы, объединяющей всех участников торгов. Это должно создать самые оптимальные и эффективные с точки зрения инвестора условия. Помимо рынков финансовых инструментов, Euronext предлагает всем участникам деривативные рынки фьючерсных и опционных контрактов на сельскохозяйственную продукцию...".

**Norex.** Причинами создания биржевого альянса Norex стали стремительные изменения на европейском финансовом рынке в 90-х годах: в результате сближения финансовых рынков европейских стран, их либерализации, активного использования новых технологий и создания Европейского валютного союза резко обострилась конкуренция бирж. В июне

1997 г. фондовые биржи Копенгагена (Copenhagen Stock Exchange) и Стокгольма (OM Stockholm Exchange) подписали рамочные соглашения и образовали стратегический альянс, результатом которого стало создание единой торговой площадки с гармонизированными правилами членства и торгов. В январе 1998 г. были подписаны итоговые соглашения о сотрудничестве, а в июне 1999 г. началась торговля акциями датских и шведских компаний в единой торговой системе SAXESS. В декабре 2000 г. к альянсу Norex присоединились Биржи Осло (Oslo BoErs). Торговля акциями норвежских компаний в системе SAXESS должна начаться в первой половине 2002 г. Исландская фондовая биржа (Iceland Stock Exchange) сотрудничает с Norex с июня 2000 г., в октябре 2000 г. торгуемые на ней ценные бумаги начали торговаться в системе SAXESS. С октября 2001 г. в рамках Norex действуют единые правила членства и единые правила торгов. Norex ставит своей целью создание единой торговой площадки для торговли различными финансовыми инструментами, включая акции, облигации и производные инструменты. Альянс насчитывает более 160 членов из 10 стран. Это позволяет иностранным инвесторам свободно работать на рынке другой страны, а компаниям, прошедшим листинг на одной из бирж альянса, торговать своими ценными бумагами и на остальных биржах. Так как в рамках Norex действуют общие правила членства и единые правила торгов и функционирует единая торговая система, то брокеры, допущенные к торгам на одной из бирж, легко могут осуществлять операции на любой другой из бирж альянса. Это максимально упрощает процедуру доступа членов к торгам и экономит их время, поскольку им не нужно тратить время на обучение брокеров работе с новой системой при выходе на новые рынки.

### **Универсальные биржи Сантьяго, Токио и Копенгагена**

В данном параграфе на примере конкретных бирж рассматривается первый способ универсализации - организация новых секций на базе существующей биржи.

**Фондовая биржа Сантьяго.** Ярким примером универсализации является Биржа Сантьяго. Несмотря на то, что с английского языка название данной биржи переводится как Фондовая биржа Сантьяго (Santiago Stock Exchange), в действительности она является универсальной. В наименовании биржи на испанском языке слово "фондовый" отсутствует, официально она именуется "Коммерческая биржа Сантьяго" - La Bolsa de Comercio de Santiago. Биржа Сантьяго была основана в 1884 г. и действительно начинала свою деятельность исключительно на фондовом рынке. Однако сейчас перечень финансовых инструментов, которые обращаются на бирже, значительно расширился. Это не только акции, но и:

- паи инвестиционных фондов;
- фьючерсы и опционы;
- драгоценные металлы (золото);
- иностранная валюта (доллар США).

Успешно развивая фондовый рынок, Биржа Сантьяго смогла использовать накопленные ресурсы для освоения новых видов биржевой торговли. Это, например, позволило более быстрыми темпами и с меньшими издержками создать в Чили срочный рынок (декабрь 1990 г.). Для подачи заявок и совершения сделок с акциями, иностранной валютой и фьючерсами используется одна торговая система - Teleregon, что уменьшает издержки биржи и более удобно для участников.

**Токийская фондовая биржа.** В Азии лидирующей биржей является Токийская фондовая, и ее деятельность также носит универсальный характер. Эта биржа, основанная в 1878 г., является старейшей в Японии и лидирующей как внутри страны, по сравнению с четырьмя другими японскими биржами, так и в масштабах всего мира. Она входит в

тройку ведущих мировых бирж. Такой результат достигнут благодаря тому, что Токийская фондовая биржа постоянно меняется, предлагая участникам рынка новые финансовые инструменты и услуги. Более 100 лет торгуя исключительно ценными бумагами, в 1985 г. биржа разработала и предложила участникам первый фьючерсный контракт на 10-летние государственные облигации. За этим последовали фьючерсы на фондовый индекс, опционы на акции и т.п. В годовых отчетах биржи универсализация ее деятельности постоянно подчеркивается в качестве одного из преимуществ, которые делают Токио привлекательной торговой площадкой для участников финансовых рынков и компаний, размещающих ценные бумаги, и служит залогом ее дальнейшего успешного развития. В отчете за 2000 г. президент Токийской фондовой биржи в очередной раз подчеркнул: "Мы осознаем, что единственный путь для укрепления успеха - это использование наших преимуществ: устойчивой позиции внутри Японии и во всем мире, широкого спектра качественных услуг, охватывающих как рынок ценных бумаг, так и срочный рынок...". В 2000 г. биржа установила новую систему для торговли акциями и облигациями, начала переговоры с Чикагской товарной биржей о создании совместного срочного рынка. В 2001 г. биржа прошла процесс акционирования.

**Копенгагенская фондовая биржа.** Копенгагенская фондовая биржа (Copenhagen Stock Exchange) осуществляет торговлю различными финансовыми инструментами. На ней торгуются ценные бумаги (акции, облигации), денежные инструменты (казначейские векселя), фьючерсы и опционы на процентные ставки и индексы, а также заключаются сделки на индекс курса акций.

В 1996 г. Копенгагенская фондовая биржа была преобразована в акционерное общество. В результате преобразования 60% акций биржи оказалось во владении членов биржи и по 20% - у эмитентов акций и облигаций, торгуемых на бирже.

Поскольку Копенгагенская фондовая биржа является универсальной, на ней торгуются фьючерсы и опционы. Среди них - фьючерсы и опционы на индекс KFX и фьючерсы и опционы на акции.

Копенгагенская фондовая биржа является шестым/седьмым по величине рынком облигаций в Европе по объему совершаемых сделок и рыночной стоимости торгуемых облигаций. Этот рынок характеризуется высокой ликвидностью благодаря наличию на нем государственных и ипотечных облигаций.

К концу 2000 г. на Копенгагенской фондовой бирже прошли листинг акции 235 компаний (в их числе 10 иностранных), что, учитывая масштаб датской экономики, следует признать весьма успешным показателем.

На Копенгагенской фондовой бирже заключаются сделки на различные индексы. Так, например, ценовой индекс KFX был введен в 1989 г. Это индекс акций крупнейших датских компаний ("голубых фишек"), который исчисляется на основе их взвешенной стоимости. Он был разработан с целью начать торги новыми инструментами - фьючерсами и опционами на индекс. В 2000 г. был введен индекс KVX - индекс на курс акций, в отношении которых ожидается рост курса. В основном это акции компаний, работающих в области медицины, телекоммуникаций, биологии и информационных технологий. Сделки на индекс KFMX начали заключаться с января 2001 г. Данный индекс рассчитывается на основе курса акций небольших и средних компаний. Индекс KAX представляет собой сводный индекс на курс всех торгуемых на Копенгагенской фондовой бирже акций. Он был введен в июне 2001 года.

## **Заключение**

Анализ развития и функционирования валютных и универсальных бирж в развивающихся и развитых странах позволяет сделать вывод о том, что они выполняют роль антикризисного механизма в условиях современного финансового рынка. Это в большей

степени характерно для стран с развивающимся финансовым рынком, однако и в развитых странах биржи продолжают оставаться важным элементом финансовой инфраструктуры. Внедряются новые технологии, новые финансовые инструменты, несколько видоизменяются формы существования бирж, но они продолжают функционировать, что как нельзя более ясно показывает их эффективность и доказывает необходимость их наличия на рынке. Биржи позволяют более действенно и успешно предотвращать возникновение и преодолевать последствия финансовых кризисов и манипулирования ценами на рынке. При этом не нарушается баланс между рыночными и административными методами регулирования.

В условиях глобализации и все более тесного взаимодействия различных сегментов финансового рынка и элементов его инфраструктуры биржи постепенно отказываются от ориентации на определенный рынок - фондовый, срочный или валютный. Поэтому они стремятся придать своей деятельности универсальный характер. Объединение нескольких рынков в рамках одной биржи отвечает интересам профессиональных посредников на финансовых рынках, инвесторов, эмитентов, государственных регулирующих органов, а следовательно, и интересам национальной экономики. Рассматривая универсальную биржу в качестве антикризисного механизма на финансовом рынке, можно утверждать, что все сказанное о валютных биржах справедливо и в отношении универсальных бирж. При этом, поскольку универсальная биржа объединяет в себе несколько рынков, масштабы и эффект от применения антикризисных мер возрастает. Имея возможность последовательно и согласованно воздействовать на ситуацию, складывающуюся на различных сегментах финансового рынка, государство и профессиональные участники рынка могут с наибольшей степенью вероятности и с наименьшими издержками преодолеть периоды нестабильности.