

СОЮЗ ЮРИСТОВ
РАССИИ



серия

Конституционная экономика

Александр ЗАХАРОВ
Денис КИРИЧЕНКО
Екатерина ЧЕЛМОДЕЕВА

**Валютные
и универсальные
биржи XXI века
как антикризисный
механизм
финансового рынка**

Москва 2002

Союз Юристов России
Международная Ассоциация бирж стран СНГ
Серия: **Конституционная экономика**

Александр Захаров
Денис Кириченко
Екатерина Челмодеева

Валютные
и универсальные биржи XXI века
как антикризисный механизм
финансового рынка

2-е издание,
переработанное и дополненное

Москва 2002

Оглавление

Предисловие	4
Введение	5
Глава 1. Валютные биржи	9
1.1. Биржи как элемент инфраструктуры валютного рынка	9
1.2. Валютные биржи и государственная политика на валютном рынке	14
1.3. Валютные биржи и финансовые кризисы	18
1.4. Валютные биржи в период становления	20
1.5. Валютные биржи в современном мире	24
Глава 2. Универсализация бирж в современном мире ..	38
2.1. Понятие и причины универсализации бирж	38
2.2. Способы универсализации	44
2.3. Международное сотрудничество бирж: биржевые альянсы	45
Глава 3. Примеры универсализации бирж: международный опыт	48
3.1. Универсальные биржи Сантьяго, Токио, Осло и Копенгагена	48
3.2. Объединение бирж в Гонконге	56
3.3. Универсальная биржа в Сингапуре	61
3.4. Стокгольмская биржа и Группа ОМ	68
3.5. Биржи Хельсинки	72
3.6. Венская биржа	74
Заключение	78

Предисловие

Читателю этой брошюры предстоит интересное чтение. Ее авторы поставили перед собой задачу выявить место и роль валютных и универсальных бирж в регулировании валютных рынков на разных этапах развития национальных экономических систем. Применительно к современной российской действительности проблематика, связанная с разнообразными аспектами деятельности валютных бирж, особенно актуальна. Дело в том, что различные институты рыночной экономики вообще и ее валютной сферы, в частности, по-разному проявляют себя в зависимости от степени зрелости той или иной экономики. Это как раз тот случай, когда важно не забывать, что «каждому овощу свое время». Попросту говоря, то, что эффективно работает в развитой рыночной экономике, может оказаться контрпродуктивным в народном хозяйстве, которое еще только переходит к экономике рыночного типа.

Именно поэтому совершенно несостоятельны участвовавшие в последнее время призывы к тотальной либерализации валютного рынка в России, как, впрочем, и попытки противопоставления валютной биржи и межбанковского валютного рынка. Очевидно, что в сегодняшней России валютные биржи продолжают играть исключительную роль в качестве инструментов обеспечения стабильности и предсказуемости валютного рынка. Особенно отчетливо это проявилось в 1998 году, когда рухнули межбанковский валютный рынок и стихийный рынок межбанковских валютных форвардных контрактов, а биржевые механизмы валютного рынка подтвердили свое важное антикризисное значение.

Кроме того, важно иметь в виду еще только обозначившуюся важную роль валютных и универсальных бирж в связи с попытками формирования единого валютного пространства СНГ на основе координации деятельности валютных и универсальных бирж стран-членов Содружества.



Некипелов А.Д.,

*академик РАН, Вице-президент РАН,
Директор института международных экономических
и политических исследований (ИМЭПИ РАН)*

Введение

Конституционная экономика как новое научное направление¹ заставила по-новому рассмотреть процессы, происходящие не только внутри стран, но и за их пределами. Валютный кризис в Аргентине привлек внимание всего мира, так как в этой стране проводился валютный эксперимент по привязыванию местной валюты к доллару США. Поначалу успешный, этот эксперимент в результате ограничения независимости Центрального Банка Аргентины и отсутствия антикризисного валютного механизма в виде валютных бирж перерос в широкомасштабный валютный кризис.

Сейчас от состоявшихся планов по созданию общеевропейской валюты человечество переходит, по словам отца евро, Нобелевского лауреата по экономике Роберта Манделла, к созданию к 2050 г. мировой валюты — ИНТОРЕ. Она должна объединить доллар, евро и иену, а также те валюты или валютные зоны, которые будут готовы войти составляющими частями в новую валюту². Остальные регионы и страны станут валютными придатками развитого мира. Бывший министр финансов Польши профессор Грегож Колодко подчеркнул, что и 12 республик бывшего СССР «могли бы оказаться в общей валютной сфере при условии, если у них будет действовать свободный рынок, равно как и биржи, современные банки»³. Современный мир развивается столь стремительно, что опоздавшие понять принципы развития рискуют отстать навсегда. Особенно это относится к экспертам, которые, например, рискуют заявлять, что в современном мире валютных бирж больше не существует. В действительности, биржа является важнейшим механизмом балансирования любого рынка особенно валютного для тех стран, которые еще не достигли по-настоящему высокого уровня финансового развития.

¹ Джеймс Бьюкенен. Нобелевские лауреаты по экономике. М., 2001; Баренбойм П. Соотношение конституционного права и конституционной экономики// Право и экономика. № 1. 2002.

² Шаповалов А. Планетарная валюта вместо доллара// Российская газета. 8 февраля 2002 г.

³ Там же.

Купец Ван дер Берсе, который жил в г. Брюгге (Бельгия) в XII в., и не подозревал, что через два столетия в его доме откроется первая биржа мира, которую и назовут его именем для всех (кроме английского) европейских языков. Биржа была товарная, но на ней меняли друг на друга и монеты разных стран.

На английском языке слово «exchange» означало обмен валют, поэтому знаменитая Нью-Йоркская биржа называлась «Нью-Йоркская фондовая и валютная биржа» — New York Stock and exchange. Но позднее слово «exchange» стало означать общее название «биржа» и «and» исчезло. Так что английское рядовое название «exchange» произошло от названия «валютная биржа».

В любом государстве валютное регулирование должно жестко увязываться с потребностями национальной экономики, особенностями ее развития в конкретный период. Методы и формы валютного регулирования должны быть адекватны ситуации, складывающейся в национальной экономике на современном этапе. Российский и международный опыт (Турция, Аргентина, Малайзия) показывает, что степень открытости валютного рынка и особенно степень либерализации движения капитала должны определяться не стремлением подогнать устройство финансовой системы под готовые образцы развитых стран, а вполне прагматическими соображениями.

Финансовые кризисы последних лет подтверждают повышение уязвимости даже развитых рыночных экономик в условиях дерегулирования внутреннего финансового рынка. Так, дерегулирование финансового рынка в США привело к выводу из-под общественного контроля важнейших отраслей экономики и породило «экономику казино», ярким примером которой могут служить махинации менеджеров компании Enron, поставившие американский рынок перед угрозой системного кризиса.

В России за последние годы была создана успешно действующая система регулирования валютного рынка, ядром которой стал институт валютных бирж. Сегодня организованный (биржевой) валютный рынок позволяет обеспечить:

- высокую степень информационной прозрачности рынка, предотвращение недобросовестных действий со стороны его отдельных участников и устранение угрозы манипулирования валютным курсом;

- возможность оперативного вмешательства центрального банка в ход торгов с целью управления курсом национальной валюты в кризисные периоды;
- гарантию проведения расчетов по сделкам и возможность участникам рынка заключать сделки по наилучшей цене;
- фиксацию справочных курсов валюты, необходимых для ведения отчетности.

Посредством валютных бирж государство стремится обеспечить стабильность рыночного курса национальной валюты. Это происходит как путем принятия и совершенствования валютного законодательства (например, введение процента обязательной продажи экспортной выручки), так и посредством валютных интервенций центрального банка. Валютная биржа играет ключевую роль, предоставляя регулирующим органам возможность эффективно управлять валютным курсом с помощью рыночных методов.

В странах Западной Европы и Америки в начале 70-х годов валютные биржи стали одним из основных элементов создаваемой антикризисной системы государственного регулирования финансового рынка и контроля за валютными операциями. При этом на валютных биржах осуществлялись не только конверсионные операции, связанные с экспортно-импортной деятельностью, но и операции, обеспечивающие движение капитала.

Биржевой валютный рынок позволяет существенно снизить издержки для всех групп участников. Так государство в лице регулирующих органов получает возможность оперативного управления валютным курсом, для которого, в противном случае, потребовалось бы создать и поддерживать дорогостоящую систему информационного мониторинга и надзора.

В свою очередь, непосредственные участники при работе на биржевом валютном рынке получают не только гарантии исполнения сделок, но и в целом возможность минимизации своих транзакционных издержек. Постоянные исследования рынка показывают, что биржевые комиссионные составляют наименьшую часть конверсионных транзакционных издержек участников внешнеэкономической деятельности, а снижение биржевых комиссий не приводит к сокращению тарифов коммерческих банков.

Наличие в стране валютной биржи значительно сокращает общий уровень финансовых рисков в банковской системе России,

что, в частности, позволяет более эффективно противодействовать валютным кризисам и бороться с их последствиями. Вместе с тем, следует учитывать, что создание и развитие биржевого валютного рынка требует долгосрочной и планомерной программы действий, а его организацию нельзя отнести к числу оперативных антикризисных мероприятий, поскольку это невозможно сделать в сжатые сроки.

В современных российских условиях относительная стабилизация внутреннего финансового рынка после острого кризиса — еще не повод для отказа от поддержания и развития биржевой торговли валютой, поскольку национальная денежная единица еще слаба, а ее курс по-прежнему зависит от внешнеэкономической конъюнктуры.

В этой работе мы хотели бы привлечь внимание российских ученых, политиков и предпринимателей к такому важнейшему институту финансового рынка, как биржа.

Глава 1. Валютные биржи

1.1. Биржи как элемент инфраструктуры валютного рынка

Наличие иностранных валют и отсутствие единого платежного средства, которое можно было бы использовать в качестве международного средства обращения при расчетах во внешней торговле, по кредитам, инвестициям, межгосударственным платежам и т.д., определяют необходимость обмена одной валюты на другую. Такой обмен происходит на валютном рынке.

Валютный рынок — это система экономических отношений, представляющая собой осуществление операций по купле-продаже иностранной валюты (а в некоторых случаях — ценных бумаг в иностранной валюте и срочных контрактов на иностранную валюту), а также операций по инвестированию валютного капитала. Именно на валютном рынке происходит согласование интересов продавцов и покупателей валютных ценностей.

Валютный рынок — один из крупнейших секторов мирового финансового рынка. По оценкам специалистов, его ежедневный оборот составляет свыше 1,5 трлн. долларов США, поэтому вполне закономерно, что самой торгуемой в мире валютой является американский доллар. За ним, согласно данным Банка международных расчетов (Bank for International Settlements) — за 2000 г., следовали немецкая марка, японская иена, британский фунт стерлингов, французский франк, швейцарский франк, канадский и австралийский доллары и, наконец, евро.

Валютные рынки в современном понимании сложились в конце XIX в. Этому способствовали следующие предпосылки: развитие международных экономических связей, широкое распространение кредитных средств в международных расчетах, усиление концентрации и централизации банковского капитала и быстрое совершенствование средств связи.

Роль валютного рынка в экономике определяется его функциями:

- обслуживание международного оборота товаров, услуг и капиталов;

- формирование валютного курса под влиянием спроса и предложения;
- механизм защиты от валютных рисков и приложения спекулятивных капиталов;
- инструмент государства для целей денежно-кредитной и экономической политики⁴.

Современный валютный рынок — динамично развивающаяся система, чутко реагирующая на последние достижения экономической мысли и программно-технические разработки.

Инфраструктура любого финансового рынка в значительной степени обусловлена теми целями и задачами, на решение которых ориентирован тот или иной рынок. Применительно к финансовому рынку термин «инфраструктура» используется в разных значениях. Чаще всего под инфраструктурой рынка понимают учреждения, фирмы, компании всех видов собственности, обеспечивающие взаимодействие между субъектами рыночных отношений. Между тем инфраструктура финансового рынка включает всю банковскую систему, фондовые биржи, *валютные биржи*, брокерские и страховые компании, аудиторские фирмы⁵.

Инфраструктуру рынка определяют и через те вспомогательные его элементы (виды деятельности), которые непосредственно обеспечивают проведение финансовых операций. Причем применительно к финансовому рынку слово «обеспечивают» означает «обеспечивают с заданным уровнем надежности (риска)». Такое уточнение в полной мере обосновывает необходимость наличия развитой в той или иной степени инфраструктуры в любом сегменте современного финансового рынка, которая в свою очередь требует нести необходимые издержки по ее содержанию⁶.

Если рынок с помощью соответствующей инфраструктуры не предоставляет участнику приемлемого механизма защиты от рисков, одним из которых на валютном рынке, как правило, является

⁴ Биржевое дело. Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. М.: Финансы и статистика, 1999. С. 68.

⁵ Например, см.: Черный Б.В. Об инфраструктуре современного валютного рынка // Экономика, управление, культура. М., 2000. С. 54.

⁶ Там же. С. 56.

ся риск невыполнения контрагентом своих обязательств, то цена на таком рынке будет в значительной степени зависеть от того, с каким контрагентом заключается сделка. Едва ли можно назвать финансовым рынком среду, где нет единой цены и отсутствует ликвидность.

Такого рода стихийность неорганизованного валютного рынка чревата резкими колебаниями курса национальной валюты. Необходимость устранить подобные недостатки вызвала потребность в развитии организованных рынков в виде бирж и иных торговых систем в противовес рынкам неорганизованным — межбанковским.

На «молодых», развивающихся рынках, где в силу тех или иных причин не установлен необходимый уровень доверия между банками, существует развитая специфическая инфраструктура валютного рынка (в частности, в виде валютных бирж), в то время как на относительно «старых» рынках подобная инфраструктура в явном виде отсутствует. Валютные биржи материализуют (организуют) работу базовых элементов инфраструктуры валютного рынка: торговой системы (механизм поиска контрагента), клиринговой и расчетной систем (механизм исполнения сделки).

Валютная биржа — это элемент инфраструктуры валютного рынка, чья деятельность состоит в предоставлении услуг по организации и проведению торгов, в ходе которых их участники заключают сделки с иностранной валютой.

На валютной бирже осуществляется свободная купля-продажа национальных валют исходя из курсового соотношения между ними (котировки), складывающегося на рынке под воздействием спроса и предложения. Этому типу биржи присущи все элементы классической биржевой торговли.

Котировка на валютных биржах зависит от покупательной способности обмениваемых валют, которая в свою очередь определяется экономической ситуацией в странах-эмитентах. Операции на валютных биржах основаны на конвертируемости валют, обмениваемых на них. Конвертируемость валюты — это возможность обмена денежных единиц одной страны на валюту других стран и на международно признанные платежные средства. Различают свободно конвертируемые, частично конвертируемые и неконвертируемые валюты. Сво-

бодно конвертируемые валюты могут быть без каких-либо ограничений обменены на иностранные денежные эквиваленты во всех видах операций; они могут выполнять функции резервных валют (доллар США, японская иена, швейцарский франк, английский фунт стерлингов, канадский доллар и др.). Частично конвертируемые валюты – это валюты стран, сохраняющих ограничения на некоторые валютные операции в стране и за рубежом. Неконвертируемыми (замкнутыми) валютами называют валюты стран, где применяются запреты (или серьезные ограничения) на операции по ее обмену на другие валюты. Режим конвертируемости национальной валюты определяется законодательством и устанавливается государством. Страны, являющиеся членами Международного валютного фонда, могут изменять режим конвертируемости национальной валюты только по согласованию с Фондом.

Прямое назначение валютных бирж – определять валютный курс, который представляет собой стоимость иностранной валюты. На бирже как организованном рынке в ходе торгов устанавливается стоимость национальной денежной единицы. Здесь же совершаются сделки в интересах лиц, располагающих средствами в иностранной валюте, полученными от внешнеэкономической деятельности и по иным основаниям, и лиц, которым, напротив, необходима иностранная валюта для их хозяйственной деятельности, но они не располагают самостоятельными источниками ее поступления. Сделки по экспорту и импорту товаров, услуг и результатов интеллектуальной деятельности составляют основу определения стоимости национальной денежной единицы. Таким образом, основная задача валютной биржи состоит не в получении высокой прибыли, а в мобилизации временно свободных валютных ресурсов, в перераспределении их рыночными методами из одних отраслей экономики в другие и в установлении действительного рыночного курса национальной и иностранной валюты в условиях справедливой и законной торговли.

Итак, задача биржи состоит в выявлении рыночных цен на иностранную валюту. В рамках этой задачи биржа осуществляет следующие функции.

- *Выявление и регулирование биржевых цен.* Биржа участвует в формировании и регулировании цен на биржевой товар. Концен-

трация спроса и предложения на бирже, заключение большого количества сделок в значительной степени исключают влияние нерыночных факторов на цену, делают ее максимально приближенной к реальному спросу и предложению.

- *Образование и прогноз цен.* Сосредоточение на бирже продавцов и покупателей, массовый характер биржевых сделок и их масштабы в силу того, что сделки заключаются на крупные суммы в иностранной валюте, делают курс, установленный на бирже, наиболее репрезентативной рыночной ценой на валюту. Она, в свою очередь, учитывается при заключении сделок на срочном рынке. В результате биржевые цены на валюту выполняют функцию ценообразования⁷.

Помимо этого, валютные биржи осуществляют все или большинство следующих функций:

- материально-техническое обеспечение торгов;
- отбор участников биржевых торгов в соответствии с установленными биржей критериями, учитывающими финансовое состояние лица и его деловую репутацию;
- разработка правил заключения и исполнения биржевых сделок;
- контроль за соблюдением данных правил и законодательства, включая полномочия по наложению санкций и применению превентивных мер (приостановление торгов, отстранение отдельных участников и т.п.);
- разработка юридических и финансовых механизмов, обеспечивающих исполнение обязательств, возникающих из биржевых сделок;
- распространение информации о ценах, складывающихся в результате биржевых торгов, и количестве заключенных сделок;
- сведение заявок противоположной направленности, в результате чего заключается сделка;
- определение и учет взаимных обязательств участников торгов;
- осуществление расчетов по обязательствам, возникающим из сделок, заключенных участниками биржевых торгов.

Валютная биржа выступает посредником при осуществлении валютных операций. В некоторых из стран, где существуют ва-

⁷ Биржевое дело: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. С. 25.

лютные биржи, операции с иностранной валютой разрешено совершать только через них.

Участниками биржевых торгов валютой в большинстве стран являются кредитные организации, реже — иные финансовые организации, например страховые и пенсионные фонды, инвестиционные компании, действующие через брокерские фирмы. На счетах бирж отражаются все валютные сделки участников торгов, а биржа в данном случае выступает гарантом расчетов.

1.2. Валютные биржи и государственная политика на валютном рынке

Как правило, в тех странах, где существуют валютные биржи, официальный курс национальной валюты устанавливается центральным банком именно на основе курса, определяемого на биржевых торгах. В большинстве случаев речь идет о соотношении курсов национальной валюты и доллара США. Однако кроме доллара США могут приниматься во внимание курсы валют наиболее важных торговых партнеров государства. В некоторых случаях при определении официального валютного курса могут учитываться курсы, установленные на межбанковских валютных рынках или аукционах центрального банка. Валютный режим и порядок установления официального валютного курса определяется центральным банком, министерством финансов либо иным органом валютного регулирования данного государства.

Посредством валютных бирж государство стремится обеспечить стабильность рыночного курса национальной валюты. Это происходит как путем принятия и совершенствования валютного законодательства (например, введение процента обязательной продажи экспортной валютной выручки или установление лимита открытой позиции), так и через целенаправленные валютные интервенции центрального банка, управление валютными резервами путем проведения операций покупки/продажи валюты. И в том, и в другом случае валютная биржа может играть важную, ключевую роль в управлении рынком иностранной валюты с помощью рыночных методов.

Осуществление сделок с иностранной валютой центральными банками при наличии в стране валютной биржи или иной торговой системы предпочтительнее проводить именно через организованный рынок. Это позволяет осуществлять более эффективный контроль за расходованием резервов и одновременно гарантировать их пополнение за счет покупки иностранной валюты у коммерческих банков и экспортеров.

Государства с недостаточно сильной национальной валютой используют в качестве одной из мер валютного регулирования институт обязательной продажи части денежных средств в иностранной валюте, поступающих на счета резидентов от экспортных операций. «По данным Международного валютного фонда, требование обязательной продажи валютной выручки от экспорта в 2000 г. применялось в 75 государствах-членах Фонда, из них в 42 государствах экспортеры обязаны продавать всю валюту. При этом практически все страны с переходной экономикой отменяли данное требование только тогда, когда их денежным властям удавалось добиться необратимости макроэкономической стабилизации (пример — страны Центральной и Восточной Европы)»⁸.

Обязательная продажа иностранной валюты может преследовать разные цели, и в зависимости от них выбирается способ ее осуществления. Если единственной целью обязательной продажи является пополнение золотовалютных резервов центрального банка с наименьшими для него издержками, то, как правило, иностранная валюта продается напрямую центральному банку по фиксируемому им курсу, минуя внутренний валютный рынок. Подобная мера носит нелиберальный характер, поэтому государства, где она используется часто или постоянно, можно отнести к странам с рыночной экономикой только с большой долей условности.

Обязательная продажа иностранной валюты на внутреннем рынке, когда центральный банк выступает на равных началах с иными его участниками, уполномоченными совершать сделки купли-продажи иностранной валюты, носит принципиально иной

⁸ Валютное регулирование — планы и перспективы // Валютный спекулянт. 2001. Май.

характер. Такая продажа направлена прежде всего на обеспечение ликвидности внутреннего валютного рынка и доступа к иностранной валюте тем резидентам, которые, не имея собственных постоянных источников валютных средств, тем не менее нуждаются в них для осуществления своей деятельности.

Иными словами, обязательная продажа иностранной валюты, делая валютный рынок более ликвидным, обеспечивает равные условия для импортеров и экспортеров. Одновременно она решает задачу пополнения золотовалютных резервов центрального банка за счет операций на внутреннем рынке, но уже по ценам, складывающимся на рынке, а не фиксируемым самим центральным банком.

Осуществление обязательной продажи через валютные биржи обладает рядом преимуществ по сравнению с межбанковским валютным рынком. Это:

- централизация и компактность проведения операций;
- техническая стандартизация и юридическая унификация проведения операций;
- высокая степень информационной прозрачности и возможность проводить сделки по наилучшей котировке;
- обеспечение оперативного вмешательства центрального банка в ход торгов с целью эффективного управления курсом национальной валюты в кризисные периоды;
- минимизация валютных рисков и гарантия осуществления расчетов по заключенным сделкам;
- возможность фиксации справочных курсов валют, необходимых для ведения отчетности.

При переносе обязательной продажи на межбанковский неорганизованный рынок существует опасность недобросовестных действий со стороны отдельных его участников. На неорганизованном рынке труднее контролировать и пресекать такие действия и гарантировать свободный доступ к валютным средствам всех резидентов. Вне бирж и иных торговых систем банки и иные лица, через которых совершаются сделки купли-продажи иностранной валюты, самостоятельно определяют своих контрагентов. Информация о совершенных сделках, как правило, не доступна широкому кругу лиц, что увеличивает вероятность резких колебаний валютного курса за счет непроверенной, необъективной информации

и возникновения паники на рынке. «Непрозрачность» рынка позволяет вводить в заблуждение физических лиц, распоряжающихся валютными средствами, и приобретать у них иностранную валюту по невыгодному, не соответствующему объективной рыночной ситуации курсу. Чтобы избежать этого, необходимо — при отсутствии валютных бирж — создать специфическую, дорогостоящую информационную инфраструктуру. Бремя ее разработки и содержания ложится в основном на центральный банк как на орган, призванный следить за нормальным функционированием валютного рынка, что требует от него отвлечения значительных денежных средств, которые могли быть использованы на другие цели.

Подобная информационная система существует в Бразилии. В соответствии с нормативными актами, регулирующими обращение иностранной валюты в данной стране, информация о всех сделках купли-продажи валюты поступает в информационную систему, которая связывает Центральный банк Бразилии со всеми финансовыми учреждениями страны. Учитываются сделки со сроком расчетов «Т+2». Информация о каждой сделке включает наименование сторон, объем, согласованный сторонами курс и дату исполнения (расчетов). При расчете справочного курса не учитываются:

- сделки, цена которых в значительной степени отклоняется от среднерыночной;
- сделки, чья цена явно сформирована искусственным образом;
- сделки, противоречащие устойчивой, сложившейся на рынке практике.

Выявление на внебиржевом рынке мнимых сделок, направленных на манипулирование курсами, необходимо для того, чтобы устанавливаемый официальный курс отражал действительную рыночную цену иностранной валюты и был защищен от недобросовестных действий финансовых спекулянтов. Разработка соответствующих методик для внебиржевого валютного рынка представляет собой отдельную проблему, в то время как на биржах уже существуют и широко применяются методы обнаружения и пресечения манипулятивных действий и на стадии заключения сделок, и на стадии выставления заявок.

Таким образом, установление официального или просто репрезентативного курса иностранной валюты связано с гораздо

меньшими издержками, если оно осуществляется по результатам торгов на бирже.

1.3. Валютные биржи и финансовые кризисы

Становление биржевого валютного рынка в современном понимании этого термина приходится на послевоенный период. В 1950-60-х годах многие страны Западной Европы шли по пути «догоняющего» развития, для них были характерны относительно слабые финансовые системы, и потому в целях укрепления национальной валюты они усиливали государственное регулирование в части организации внутреннего валютного рынка.

Во второй половине 60-х-начале 70-х годов эти процессы ускорил валютно-финансовый кризис, поразивший практически все экономики стран Европы и Америки. Одним из элементов создаваемой антикризисной системы государственного регулирования и контроля за валютными операциями стала организация валютных бирж как одного из основных инфраструктурных рыночных институтов.

На валютных биржах осуществлялись операции купли-продажи валюты, как для текущих экспортно-импортных операций, так и для операций, связанных с движением капитала.

В связи с этим нельзя не обратить внимание на то, что значимость деятельности валютных бирж неизмеримо возрастает в годы кризиса и финансовой нестабильности в стране. Валютная биржа создает безусловные преимущества, когда в интересах устойчивого и безопасного развития национальной экономики государству необходимо усилить контроль за совершением валютных операций, сохранив при этом рыночные методы регулирования. Специалисты, вплотную занимающиеся изучением данной проблемы, обоснованно замечают: «Валютный рынок состоит из двух сегментов: биржевого и внебиржевого, которые взаимосвязаны и взаимозависимы. В период валютной нестабильности усиливается роль биржевого рынка, а в условиях стабилизации происходит усиление межбанковского внебиржевого рынка»⁹.

⁹ Поляков В.П., Московкина Л.А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт. М., 1996. С. 125.

Резкие колебания курса национальной валюты, приводящие к развитию финансового кризиса, могут обуславливаться не только объективными причинами, преодолимыми лишь в долгосрочной перспективе (например, неудовлетворительная структура платежного баланса), но и психологическими факторами (паника, вызванная негативной информацией) или недобросовестными, намеренными действиями части участников валютного рынка.

Наиболее оптимальный способ выхода из финансовых кризисов, проявляющихся в виде резкого падения стоимости национальной денежной единицы в результате потери доверия к ней со стороны населения и предприятий, заключается в осуществлении масштабной валютной интервенции центральным банком. Такая интервенция дает наибольший эффект при проведении ее через валютную биржу, что объясняется компактностью биржевого рынка и сосредоточением на нем большого количества крупных участников финансовых рынков, которые заключают сделки с иностранной валютой в объеме, влияющем на курс национальной денежной единицы. Валютная интервенция, осуществляемая через биржу, вполне вписывается в рыночную модель экономики, чего нельзя сказать о таких административных мерах стабилизации национальной валюты, как установление валютного коридора. Кроме того, биржевая торговля в отличие от сделок на неорганизованном рынке препятствует ценовому манипулированию, что особенно важно в периоды валютных кризисов.

Таким образом, наличие в стране валютной биржи позволяет более эффективно противодействовать валютным кризисам и бороться с их последствиями. Вместе с тем создание и развитие биржевого валютного рынка требует долгосрочной, планомерной программы действий. Как и в случае с любым иным организатором торговли, между моментом создания валютной биржи и моментом, когда она начинает функционировать с наибольшим эффектом, должен пройти определенный период времени. Иными словами, создание валютной биржи не относится к числу оперативных антикризисных мер, поскольку это невозможно сделать в сжатые сроки. Ко времени развития первых признаков валютного кризиса биржа уже должна функционировать в полной мере. Следовательно, относительная стабилизация рынка после острого валютного кризиса — еще не повод для ликвидации биржевой

торговли, поскольку национальная денежная единица по-прежнему слаба и ее курс зависит от внешнеэкономической конъюнктуры. Это хорошо видно на примере государств Западной Европы, которые в той или иной форме сохраняли организованный валютный рынок даже тогда, когда острые экономические проблемы послевоенных лет уже были решены.

1.4. Валютные биржи в период становления

В 50-60-х годах XX столетия биржевые валютные институты были организованы в ряде стран Западной Европы — во Франции, Германии, Бельгии, Голландии, Люксембурге и странах Скандинавии. Одновременно были внесены существенные изменения в законодательство, регулирующее деятельность участников валютного рынка, и усилен государственный контроль за рынком.

Более подробно структуру организации и функционирование валютной биржи целесообразно рассмотреть на примере **Германии**.

Немецкая валютная биржа была организована согласно § 1 Биржевого устава как составная часть Франкфуртской фондовой биржи. Кредитным институтам, допущенным к торговле на фондовой бирже, предоставлялось право участвовать в торговле валютой только в случае прохождения процедуры регистрации в валютной секции.

Одновременно с организацией валютной биржи во Франкфурте, аналогичные биржевые валютные площадки были созданы в других немецких городах — Мюнхене, Гамбурге и Дюссельдорфе. Все они входят в систему валютных бирж страны. После объединения Германии к их числу добавилась Берлинская валютная биржа.

Создание сети региональных площадок для организованной торговли валютой позволило обеспечить участие в торгах банков и предприятий на всей территории страны. Кроме того, преимуществом биржевой торговли валютой стало фактически достигнутое равенство всех участников торгов. Следует отметить, что заявки на большие и малые суммы в рамках биржевой торговли удовлетворяются по единому курсу, в то время как в меж-

банковской торговле порой довольно затруднительно заключать сделки на небольшие суммы по выгодному курсу.

Франкфуртская валютная биржа стала головной в системе немецких валютных бирж. Именно на ней вплоть до введения в 1999 г. в обращение евро устанавливался официальный курс немецкой марки по отношению к другим ведущим мировым валютам. Ежедневно с 13 часов по средневропейскому времени Федеральный банк по результатам торгов объявлял курс марки по отношению к 17 валютам, который использовался регулирующими органами для учета балансов и финансовой статистики.

Организационная структура каждой валютной биржи была унифицирована и состояла из двух палат: маклерской палаты и правления. В задачу маклеров входила котировка торгуемых валют и работа в качестве посредников между кредитными институтами (регистрация сделок, надзор за их исполнением и т.д.). В свою очередь, на правление была возложена ответственность за соблюдение уставных требований в ходе официальных котировок, при этом непосредственный надзор осуществлялся членами комитета по валютной торговле.

Система валютных бирж достаточно жестко контролировалась правительственными органами. В частности, курсовой (старший) маклер Франкфуртской биржи утверждался в должности правительством земли Гессен. Федеральное правительство в лице министра финансов в соответствии с § 1 гл. 4 Закона о биржах имело право в экстренных случаях по согласованию с министром экономики и Бундесбанком вмешиваться в работу биржи. Например, при возникновении угрозы значительной нестабильности рынка вследствие внешних шоков или внутренней кризисной ситуации предусматривалась возможность приостановления торговли на определенное время.

В странах Южной Европы в послевоенный период так же последовательно проводилась политика жесткого регулирования внутреннего валютного рынка, с тем, чтобы предотвращать внутренние финансовые кризисы и минимизировать последствия неблагоприятных изменений внешнеэкономической конъюнктуры.

Так, в **Испании** в 1960-70-х годах уполномоченные банки могли осуществлять сделки только с оговоренными валютами (к числу которых относились валюты основных развитых стран). По-

купка и продажа клиринговой валюты была централизована в Испанском валютном институте, публиковавшем курсы, по которым он сам осуществлял сделки, курсы по отношению к валютам, не котирувавшимся на валютном рынке (португальское эскудо и клиринговые доллары), и обменные курсы наличной валюты.

Вся выручка от экспорта в этот период должна была продаваться либо на валютном рынке, либо непосредственно Испанскому валютному институту. Во второй половине 70-х годов XX в. порядок деятельности валютного рынка не изменился, но функции Валютного института отошли к Центральному банку. Он также имел дело непосредственно с клиринговыми валютами и мог покупать экспортную валютную выручку.

В **Италии** валютные торги на фондовых биржах начали проводиться еще в 1913 г. Однако во время первой мировой войны с введением жестких валютных ограничений и созданием органа валютного контроля — Национального валютного института торги были приостановлены. По окончании войны, 2 декабря 1918 г., фондовые биржи вновь открылись. Национальный валютный институт был наделен полномочиями по надзору за операциями банков и банковских учреждений, уполномоченных заключать сделки с валютой. Кроме того, Институт обладал правом выполнять поручения на продажу национальной валюты за границу от имени банков, итальянских компаний и представительств иностранных банков.

17 мая 1945 г. было создано Итальянское валютное бюро — орган, заменивший Национальный валютный институт. За ним сохранялись такая мера валютного контроля, как обязательная продажа иностранной валюты государству, и ограничительные меры, связанные с экономическими и финансовыми отношениями с другими странами. С 1947 г. обязательная продажа 50% валютной выручки Итальянскому валютному бюро осуществлялась на основе курсов валют, установленных на Римской и Миланской фондовых биржах. Валютная выручка должна была поступать в страну в течение 90 дней со дня поставки и продаваться в течение семи дней после получения платежа. С принятием 31 декабря 1950 г. соответствующего закона единственными валютами, торгуемыми на рынке иностранной валюты, стали доллар США и швейцарский франк.

Продажа иностранной валюты осуществлялась следующим образом. Поступления во внешне конвертируемых валютах (амери-

канских и канадских долларах, японских иенах, ряде европейских валют) уполномоченные банки могли оставлять на счетах получателей валюты на срок до одного месяца (во второй половине 1970-начале 1980-х годов этот срок был сокращен до семи дней). В течение указанного срока полученные средства могли использоваться для разрешенных сделок или продаваться уполномоченным банкам. Этим банкам, в свою очередь, разрешалось продавать упомянутые валюты резидентам для сделок, на совершение которых было получено одобрение органов валютного контроля, либо свободно торговать ими с Итальянским валютным бюро и между собой. По истечении срока, в течение которого иностранная валюта могла оставаться на счете резидента, неиспользованные средства подлежали обязательной продаже Итальянскому валютному бюро по наиболее низкому официальному валютному курсу, зафиксированному за весь период нахождения средств на счете резидента.

С 1955 г. официальные курсы валют стали определяться на основе цен закрытия на Миланской и Римской фондовых биржах и публиковаться в официальных средствах массовой информации.

Официальные котировки иностранной валюты на итальянских фондовых биржах были приостановлены в начале 90-х годов вслед за выходом Италии из Соглашения о Европейской валютной системе. Одновременно министр финансов Италии в силу необходимости установления курсов валют на период приостановки постановил, что эта процедура будет проводиться Банком Италии на базе курсов, ежедневно в 14 часов 15 минут передаваемых ему другими центральными банками.

В **Греции** в 1980-е годы действовал организованный межбанковский рынок по основным конвертируемым валютам (за исключением доллара США). На этом рынке проводилась специальная ежедневная сессия, курсами фиксинга на которой были официальные курсы по соответствующим валютам. В тот же период в стране действовало правило об обязательной продаже коммерческим банкам валютной выручки от экспорта в течение 90 дней с момента ее поступления.

В странах Юго-Восточной Азии был создан организованный валютный рынок в целях усиления государственного регулирования экономики вообще и обращения иностранной валюты в частности.

Так, на **Филиппинах** в 1970-80-х годах действовала Банковская Ассоциация Филиппин, в функции которой входило установление курса песо по отношению к ведущим мировым валютам и надзор за проведением банками сделок купли-продажи валюты. Следует отметить, что в тот период при заключении спотовых сделок банки должны были придерживаться определенных границ колебаний курса песо.

В 80-е годы Ассоциация стала устанавливать границы колебаний на рыночной основе. Центральный банк не подчинялся правилам Ассоциации, но проводил покупку и продажу валюты в означенных пределах курсовых колебаний. Торги на межбанковском рынке проходили в Центре торговли валютой (Foreign Exchange Trade Center), где Центральный банк выступал в качестве и покупателя, и продавца валюты. В рассматриваемый период существовало правило обязательной продажи экспортной валютной выручки в течение трех дней со дня ее получения. Покупателем валюты выступал коммерческий банк, являвшийся агентом Центрального банка.

Банковская Ассоциация Филиппин стала прообразом для создания современной электронной дилинговой системы торговли валютой в данной стране.

1.5. Валютные биржи в современном мире

Развивающиеся страны:

традиционные биржи и электронные торговые системы

Отказ США от золотого стандарта и от системы фиксированных валютных курсов привел к резким потрясениям на мировом валютном рынке в 1970-80-е годы. Это неблагоприятно отразилось на экономике развивающихся стран, которые вынуждены были прибегнуть к усилению государственного регулирования внутренних валютных рынков.

Стабилизация рынка национальной валюты в большинстве развивающихся государств проводилась по двум направлениям: создание информационно прозрачной рыночной инфраструктуры, удобной для вмешательства центральных банков в ход торгов в кризисные периоды, и ужесточение административного контроля за валютными операциями.

При решении первой задачи органы валютного регулирования в ряде стран пошли по пути организации специализированных валютных бирж либо институтов со схожими функциями. Биржевой валютный рынок в таких странах остается одним из ключевых сегментов валютного рынка в силу своей прозрачности, информационной открытости, а также в силу того, что курсы валют по результатам торгов на валютных биржах и объемы операций на рынке служат ориентиром для сделок на межбанковском и фьючерсном валютных рынках.

Создание организованного валютного рынка предусматривалось в самых разных странах, относящихся к различным регионам и отличающихся по условиям своего экономического развития. С этой точки зрения интересны примеры Чили, Хорватии, Китая, Коста-Рики и Филиппин. Но прежде необходимо оговориться: речь пойдет лишь об организованном рынке для совершения спотовых сделок с иностранной валютой. Биржи и иные торговые системы, где заключаются срочные сделки с иностранной валютой, присутствуют в абсолютном большинстве развитых и развивающихся государств с рыночной экономикой, потому этой разновидности сделок с иностранной валютой будет посвящена отдельный раздел.

Следует заметить: технологическая революция в биржевом деле привела к тому, что традиционное представление о биржевой торговле как о всегда локализованной в определенном месте (биржевом зале) уже не вполне соответствует действительности. Валютная биржа в современном мире может означать не только конкретное помещение, но и электронную торговую систему, в которую с использованием современных средств связи вводятся оферты, где регистрируется заключение сделок и впоследствии по результатам заключенных сделок определяются обязательства участников торговли. При этом неважно, на каком расстоянии от места расположения биржи находится лицо, участвующее в биржевых торгах.

Такие преобразования, во-первых, устранили прежние ограничения по количеству участников торговли, во-вторых, породили конкуренцию между биржами, находящимися не просто в разных регионах, а в разных государствах, и, в-третьих, привели к необходимости значительных инвестиций в развитие современных технологий биржевой торговли.

В упомянутых странах организаторами торговли являются не только традиционные валютные биржи, торги на которых локализованы в конкретном месте (Чили), но и электронные торговые системы. Последние выполняют функции биржи, если они предоставляют участникам сделки возможность связаться друг с другом и одновременно обладают определенными регулирующими или надзорными полномочиями либо вводят для участия в торгах институт членства (Китай, Коста-Рика, Филиппины, Чили).

В Китае не допускаются сделки с иностранной валютой на межбанковском неорганизованном рынке. В других государствах организованный рынок сосуществует с неорганизованным.

Чили. В законодательстве этой страны упоминание об организаторах торговли на валютном рынке отсутствует, но фактически он имеется: спотовые сделки с долларами США совершаются на Сантьягской фондовой бирже (Santiago Stock Exchange), которая по сути является универсальной биржей. Она организует торговлю сразу на нескольких рынках, и один из них — это рынок, на котором совершаются спотовые сделки с золотом и серебром и с долларами США, с расчетами в тот же день или на следующий. Интерес к заключению сделок с долларами США на Сантьягской фондовой бирже объясняется тем, что, во-первых, долларовые вложения создают возможность высокого уровня доходности, и, во-вторых, доллар является универсальным средством платежа.

Наряду с традиционной валютной биржей в Чили существует электронный организатор торгов на валютном рынке — Электронная биржа Чили (Bolsa Electronica de Chile). Она была создана в 1989 г. в форме электронной торговой площадки. На бирже проводятся регулярные торговые сессии, в ходе которых совершаются сделки с ценными бумагами, драгоценными металлами и иностранными валютами.

Брокеры могут принимать участие в торгах с любого удаленного рабочего места на территории Чили. Всего в настоящее время насчитывается 89 терминалов.

Автоматизацию торгового процесса на бирже обеспечивает Электронная торговая система (Electronic Trading System — SITREL). Она гарантирует проведение торгов в режиме реального времени, предоставляет участникам широкий набор услуг, доступ к кото-

рым прост и удобен, снабжает участников торгов всей необходимой торговой информацией. Предусмотрена возможность связи этой системы с иными электронными торговыми системами.

Хорватия относится к тем странам, законодательство которых не просто упоминает о возможности создания бирж, а детально регулирует их правовой статус и порядок деятельности. Согласно ст. 12 Закона о валютной системе, валютных операциях и сделках с золотом валютная биржа может быть создана как самостоятельное юридическое лицо либо как подразделение фондовой биржи. Учредителями биржи могут быть только банки, уполномоченные на совершение внешних валютных операций. Иные лица вправе принимать участие в торгах только с разрешения Национального банка. Биржа осуществляет свою деятельность в соответствии с уставом и процедурными правилами. Порядок совершения сделок с иностранной валютой на бирже обеспечивает большую прозрачность валютного рынка — в соответствии со ст. 13 того же Закона, валютная биржа обязана передавать Национальному банку всю информацию, относящуюся к торгам, в сроки и в порядке, установленные Банком Хорватии.

Одна из важнейших функций биржи согласно Закону — определение официального курса национальной валюты. Статьей 18 Закона предусмотрено, что биржа ежедневно устанавливает и объявляет курсы покупки, продажи и средневзвешенный курс национальной валюты по отношению к торгуемым на ней иностранным валютам. При этом биржа руководствуется соотношением спроса и предложения, а также количеством сделок, совершенных на ней в течение торгового дня. Курс, объявленный биржей, является официальным в силу прямого указания Закона и не требует утверждения Национальным банком. Лишь в случае, когда валютная биржа не учреждена, Национальный банк сам устанавливает официальный курс.

Курс, установленный на бирже, применяется к сделкам с иностранной валютой между уполномоченными банками и резидентами, если иное не предусмотрено сторонами сделки. Банки, уполномоченные на совершение внешних валютных операций, обязаны осуществлять с резидентами сделки по курсу в пределах коридора, образованного курсами покупки и продажи, объяв-

ленными валютной биржей. Кроме того, средневзвешенный курс иностранной валюты, объявленный биржей, применяется:

- при исчислении требований и долговых обязательств резидентов в национальной валюте для учетных и статистических целей;
- при исполнении судебных решений о взыскании в национальной валюте сумм, выраженных в иностранной валюте;
- при исчислении таможенных и иных налоговых платежей, связанных с импортом товаров.

Национальный банк Хорватии всегда обязан совершать сделки купли-продажи иностранной валюты только по курсу, объявленному биржей, за исключением специальных интервенций, направленных на поддержание курса национальной валюты.

Китай. Новая система валютного регулирования в этой стране была введена в 1994 г. В настоящее время сделки купли-продажи иностранной валюты на внутреннем рынке совершаются только через Китайскую систему торговли валютой (China Foreign Exchange Trade System, далее — CFETS) банками, являющимися ее членами. CFETS — это интегрированная общенациональная межбанковская электронная система торгов иностранной валютой. До ее создания курс валюты определялся на основе обменных курсов, устанавливаемых различными своп-центрами (*swap centres*).

Образование CFETS было вызвано ликвидацией двойного валютного курса и переходом к единому курсу, устанавливаемому на основе торгов на объединенном национальном рынке. Все сделки с иностранной валютой в Китае могут осуществляться только в рамках CFETS. Центр этой системы, расположенный в Шанхае, связан по электронной сети с 36 региональными центрами. CFETS наделена определенными полномочиями по надзору за ходом торгов.

Центральный банк осуществляет контроль за торгами в системе с целью реализации государственной валютной политики. Кроме этого, текущий надзор за деятельностью CFETS осуществляет Государственное управление по рынку иностранной валюты (State Administration of Foreign Exchange — SAFE).

Все финансовые учреждения, вовлеченные в совершение сделок с иностранной валютой, в том числе иностранные банки,

должны получить разрешение Министерства международной торговли и сотрудничества на торговлю в CFETS, а затем — членство в системе. Причем для иностранных банков предусмотрены специальные ограничения. Если китайские банки имеют право покупать и продавать иностранную валюту за свой счет и по поручению своих клиентов, то иностранные банки могут только продавать иностранную валюту или торговать ею между собой по поручению своих клиентов.

Участники торгов получают доступ к системе как из ближайшего торгового зала CFETS, так и со специализированных рабочих мест участников торгов, оборудованных в помещениях заказчиков. Заявки размером до 50 тыс. долларов США имеют в системе приоритет, более крупные заявки перед их выполнением проходят дополнительные процедуры проверки. В системе совершаются спотовые сделки с долларом США, японской иеной и гонконгским долларом.

CFETS обеспечивает клиринг как по национальной, так и по зарубежным валютам. Региональные центры системы осуществляют клиринг на локальном уровне. Затем информация передается в центральный терминал CFETS.

Народный банк Китая объявляет ставку-ориентир национальной валюты относительно доллара США, доллара Гонконга и иены. Она основана на средневзвешенной цене сделок с иностранной валютой, совершавшихся в течение предыдущего торгового дня в CFETS.

Централизация торговли валютой на CFETS позволила в течение второй половины 90-х годов поддерживать курс юаня на стабильном уровне, даже в период финансового кризиса 1998 г., создав тем самым предпосылки для реализации политики низких процентных ставок в целях стимулирования экономического роста.

Коста-Рика. В этой стране валютные торги проводятся через закрытую электронную торговую систему — электронную валютную биржу MONED (Mercado Organizado Para La Negociación Electrónica De Divisas), на которой действуют только участники, имеющие специальное разрешение. В рамках системы MONED Центральный банк Коста-Рики осуществляет прямые валютные интервенции для сглаживания колебаний, спровоцированных спекулятивными или иными кратковременными изменениями обменного курса. Рыночный курс устанавливается на основе сред-

невзвешенной стоимости валюты в системе MONED за предшествующий день. В рамках системы Центральный банк Коста-Рики для стабилизации курса национальной валюты (колона) время от времени осуществляет валютные (долларовые) интервенции.

Филиппины. Валютные торги проводятся через Филиппинскую дилинговую систему Банковской Ассоциации Филиппин (Philippine Dealing System of Bankers Association of the Philippines — PDS), которая была учреждена в 1992 г. и развивается Банковской Ассоциацией совместно с Центральным банком Филиппин в целях либерализации и модернизации валютного рынка. Это электронная система, торги на которой проходят в режиме реального времени. Подавляющее большинство сделок «песо — доллар» проводится через PDS. Объем иностранной валюты, которая может продаваться без документов и предварительного разрешения, составляет 10 тыс. долларов.

На PDS заключаются сделки с исполнением как в тот же, так и на следующий день.

Торги проводятся среди членов Банковской Ассоциации при участии Центрального банка Филиппин. Банки совершают сделки как для своих клиентов, так и в собственных интересах, для своих коммерческих нужд. Когда банки торгуют за свой счет, они связаны лимитами позиций, установленными Центральным банком (не более 5% от своего необремененного капитала для покупки или 10 млн. долларов (в зависимости от того, какая из этих сумм меньше) и 20% от него для продажи).

Филиппинские банки могут заключать сделки напрямую друг с другом либо через брокеров валютного рынка. Действуя через брокера, банки-члены могут использовать телефонную связь или даже другую электронную систему, такую, например, как Reuters Dealing. Чтобы заключить сделку через брокеров, два банка, являющиеся членами PDS, должны подтвердить свою сделку через PDS.

PDS обслуживается информационной системой Telerate, которая автоматически собирает информацию, что позволяет всем банкам-членам легко отслеживать в режиме реального времени средневзвешенный курс песо и общий объем всех сделок на любой момент торгов. Торги на PDS начинаются в 9.00 и заканчиваются в 16.00.

В системе PDS определение курса валют происходит на основе соотношения спроса и предложения на рынке. Банки непрерывно выставляют двухканальные котировки с обычным для межбанковских сделок спреedom цен покупки и продажи, равным 0,005 песо. Выставляющий котировку банк обязуется совершить сделку по предложенной цене, если только цена не будет изменена или отменена до совершения сделки. При этом банки, выставляющие котировки, остаются анонимными.

Курсом песо по отношению к доллару является средневзвешенный курс по всем сделкам с иностранной валютой, заключенным через PDS в течение предыдущего рабочего дня.

Расчеты по сделкам с долларом США проводятся в PDS через Филиппинскую внутреннюю систему долларовых переводов (Philippine Domestic Dollar Transfer System — PDDTS). PDDTS представляет собой местную систему клиринга и электронных коммуникаций, управляемую Банковской Ассоциацией Филиппин и другими организациями.

Система дает возможность проводить периодический взаимозачет обязательств и требований (неттинг) как в режиме реального времени, так и по окончании торгового дня. При этом итоговые расчеты совершаются в тот же день. PDDTS — это, пожалуй, самая сложная внутренняя система перевода средств в мире, что обусловлено скоростью операций и гибкостью условий поставки и расчетов.

Электронные валютные биржи в развитых странах

Электронные торговые системы, подобные тем, что существуют в Китае, Коста-Рике, Чили и на Филиппинах, успешно функционируют и в развитых странах с конца 90-х годов XX в. Их отличие от бирж развивающихся стран состоит в более масштабном охвате рынка — в то время как штаб-квартира биржи в большинстве случаев базируется в конкретном городе, в торгах биржи участвуют финансовые организации, расположенные в самых разных городах мира. Таким образом, современная электронная биржа выступает «связующим звеном» между огромным количеством резидентов из разных стран, желающих купить или продать иностранную валюту.

К очевидным достоинствам таких электронных бирж относятся:

- возможность ежедневных и круглосуточных торгов иностранной валютой, что очень важно, поскольку участники торгов могут находиться в самых разных часовых поясах;
- расширение количества участников торгов-крупных финансовых корпораций, предлагающих свои котировки;
- оперативное снабжение участников всей необходимой торговой информацией;
- высокая скорость совершения сделок и проведения расчетов по ним на основе использования современных средств связи и электронной обработки данных;
- снижение издержек, связанных с организацией и проведением торгов, и как следствие — снижение членских и комиссионных сборов, взимаемых с участников торгов.

К наиболее известным и крупным электронным биржевым рынкам иностранной валюты в развитых странах принадлежат Currenex (Карринэкс), Atriax (Атриакс) и FX Alliance — FXall (Форексолл).

Currenex — первая независимая и открытая финансовая биржа, которая соединяет продавцов и покупателей иностранной валюты по всему миру. Она была создана в 1999 г. в Калифорнии, и теперь ее офисы расположены в Чикаго, Нью-Йорке, Лондоне и Сингапуре.

Участвовать в торгах через Currenex имеют право лишь лица, получившие членство на этой бирже. Членами Currenex могут быть банки, казначейские департаменты компаний, менеджеры по управлению корпоративными финансами, государственные ведомства, международные организации и центральные банки. В настоящее время в число членов Currenex входят такие мощные корпорации, как Autodesk, Compaq, Ericsson, Intel Corporation и порядка 40 ведущих мировых банков, выступающих в роли маркет-мейкеров, включая ABN Amro, Barclays Capital и Merrill Lynch.

Currenex обеспечивает участников торгов полным электронным комплексом услуг, именуемым Straight Through Processing (STP), что означает полную автоматизацию торгового процесса — от размещения заявки клиентом до ее исполнения и проведения всех расчетов. Следует отметить, что сама биржа не проводит та-

кие расчеты, а лишь обеспечивает их проведение посредством надежной электронной связи: используя услуги биржи, участники направляют поручения на списание средств со своих счетов

Услуги Straight Through Processing предлагают многие электронные биржи. Преимущества этой современной системы обработки клиентских поручений состоят в следующем:

- STP уменьшает ошибки, связанные с потерями и неправильным исполнением клиентских заявок;
- с помощью STP возможна быстрая обработка указаний о проведении расчетов;
- STP снижает риски потери капитала;
- STP увеличивает ликвидность.

Currenex снабжает своих участников новостями, информацией о состоянии рынка иностранной валюты, исследовательской и аналитической информацией, с тем, чтобы они обладали всем комплексом информации для выработки наилучшей стратегии и корректировки планов. Кроме того, система позволяет участникам запросить и немедленно получить котировки по спотовым и форвардным и сделкам своп из единого банка данных.

Currenex проводит торги круглосуточно в режиме реального времени, обеспечивая их участникам постоянный доступ к рынку иностранной валюты с ежедневным оборотом более 1,5 трлн. долларов.

На бирже не существует никаких лимитов на объем заявки, при этом участникам торгов предоставляется возможность из нескольких стандартных типов заявки выбрать тот, который наиболее точно отражает их требования. Участник торгов может подать лимитированную заявку, рыночную заявку, заявку типа «не хуже чем» и заявку типа «остановить убытки».

На этой бирже совершаются как спотовые сделки с иностранной валютой, так и форвардные сделки и сделки своп. Биржа организована таким образом, чтобы обеспечить возможность проведения торгов с любыми валютами мира.

Поскольку торговля посредством Currenex не локализована в конкретном месте, а проходит в электронной сети, необходимо обеспечить надежность и безопасность такой электронной торговли. Currenex разработала многоуровневую систему повышенной безопасности в целях обеспечения нормального хода

торгов и исключения малейшей вероятности какого-либо сбоя либо несанкционированного проникновения в систему. Всем зарегистрированным участникам торгов присваиваются уникальные идентификационные номера и пароли, а перед вступлением в торги они проходят специальную процедуру подтверждения.

В силу огромного числа участников Currenex за предоставляемые услуги биржа взимает сбор. Этот сбор состоит из ежемесячного членского взноса и сбора за совершенную сделку. Стоимость остальных услуг биржи, таких как предоставление торговой и иной информации, включается в сумму членского взноса.

В обязанности Currenex входит в том числе и обеспечение конфиденциальности информации об участниках и совершаемых ими сделках. Поэтому биржа не передает такого рода сведения для использования в любых целях третьим лицам, если на это нет согласия участников. Кроме того, участник торгов обладает полной информацией лишь о собственной торговой деятельности — доступ к информации об иных участниках для него закрыт.

Atriah — самая молодая из ведущих мировых электронных бирж. Она была создана в Великобритании в июне 2001 г. и расположена в Лондоне. В силу этого на нее распространяется действие закона Великобритании 1986 г. «О финансовых услугах», а сама биржа находится под надзором государственного органа по регулированию финансовых услуг.

Atriah — независимая компания, крупнейшими акционерами которой являются такие корпорации, как Citibank, Deutsche Bank, JP Morgan and Reuters.

Для участия в торгах на этой бирже необходимо пройти процедуру регистрации. Членами биржи могут быть корпорации, финансовые учреждения и банки со всего мира (физические лица к торгам не допускаются). Членство на этой бирже уже получили около 60 ведущих банков, уполномоченных на совершение валютных операций, и их количество постоянно увеличивается. Система Atriah разработана с расчетом на то, чтобы обслуживать без технических сбоев практически неограниченное число участников торгов и совершаемых ими сделок.

Участники торгов на бирже имеют бесплатный доступ ко всем новостям и к необходимой информации о рынке, который в режиме реального времени, с десятиминутным обновлением,

обеспечивается системой Reuters. Помимо этого они получают исследования и прогнозы ситуации на рынке, составленные банками-членами.

В отличие от Currenex, на которой возможна торговля любыми валютами мира, на Atriah торгуется 43 валюты. Участники торгов могут получить котировки интересующей их валюты по отношению к любой другой иностранной валюте, торгуемой на бирже. На Atriah совершаются спотовые сделки с иностранной валютой, а также форвардные сделки и сделки своп. В планы биржи входит обеспечение возможности заключения сделок «форвард—форвард», расчетных форвардов и валютных опционов.

Как и Currenex, Atriah не ограничивает своих участников в объемах заявок — они устанавливают их самостоятельно.

Atriah также обеспечивает своих участников комплексом услуг Straight Through Processing, т.е. полной автоматизацией торгового процесса. Участники могут воспользоваться автоматическим вводом заявок и исполнением сделки (используя заранее заданные условия), а могут провести ее «вручную».

Конфиденциальность информации — едва ли не важнейший приоритет биржи. На бирже установлены строгие процедуры, гарантирующие разделение информации, относящейся к участникам разных сделок. Информацией о какой-либо сделке обладают только ее стороны.

Биржа делит участников торгов на прайс-мейкеров (*price-maker*) — участников, определяющих цены на рынке иностранной валюты, и прайс-тейкеров (*price-taker*) — участников, принимающих цены, предлагаемые прайс-мейкерами. На Atriah постоянно присутствуют около 60 прайс-мейкеров, включая таких мощных участников рынка иностранной валюты, как Citibank, Deutsche Bank и JPMorgan.

Прайс-тейкеры посредством Интернета участвуют в торгах, организуемых Atriah, бесплатно. С прайс-мейкеров взимается сбор за проведенную сделку в процентном отношении к объему сделки.

На бирже, как и в любой иной корпорации, созданы наблюдательные органы: консультационный совет (*Advisory Board*) и банковский совет (*Bank Board*). Консультационный совет состоит из представителей 25 крупнейших корпораций и финансовых учреждений, зарекомендовавших себя на финансовом рынке.

Этот совет главным образом представляет интересы прайс-тейкеров при обсуждении проблем развития биржи. Участие этих учреждений обеспечивает обратную связь при решении таких вопросов, как внедрение на рынок новых инструментов или услуг. Банковский совет состоит из 15 членов, включая три основных банка-акционера. Он представляет интересы прайс-мейкеров. Для совместного решения накопившихся проблем советы устраивают объединенные собрания три раза в год, а между собраниями связываются путем телеконференций.

На Atriax существует один, но весьма обширный документ, регулирующий права и обязанности участников торгов и услуги, предоставляемые биржей. Он распространяется на деятельность как прайс-мейкеров, так и прайс-тейкеров, но поскольку для прайс-тейкеров доступ к торгам может быть осуществлен бесплатно через Интернет, то все, что от них требуется — это подписать соглашение о совершении сделок в системе и зарегистрироваться, сообщив свои основные данные.

FXall — электронный организатор торгов на валютном рынке, который начал свою работу в мае 2001 г. с запуска полностью автоматизированного торгового портала. Эта биржа имеет несколько офисов — в Нью-Йорке, Лондоне, Токио — и представительство в Гонконге.

FXall — самостоятельное юридическое лицо, образованное в форме общества с ограниченной ответственностью (LLC). Для управления этой биржей создан штат менеджеров во главе с исполнительным комитетом. Инвесторы биржи представлены в совете директоров FXall. В целях наиболее эффективного учета потребностей клиентов биржи при ней создан консультационный совет клиентов (Customer Advisory Board), куда входят наиболее активные участники рынка иностранной валюты — небанковские организации со всего мира. В работе совета принимают участие корпорации и институциональные клиенты.

Услугами FXall могут воспользоваться казначейские департаменты компаний, менеджеры по управлению корпоративными финансами, хеджевые фонды, центральные банки и иные институциональные клиенты. Для того чтобы участвовать в торгах на FXall, эти организации должны заключить соответствующее соглашение с членами биржи — ее маркет-мейкерами. На бирже постоянно присутст-

вует около 50 маркет-мейкеров — крупнейших мировых банков, обеспечивающих ликвидность рынка. Среди них Bank of Tokyo-Mitsubishi, Dresdner Kleinwort Benson, Royal Bank of Canada, Royal Bank of Scotland. Список маркет-мейкеров не закрыт — любая крупная финансовая организация, имеющая достаточное количество корпоративных и институциональных клиентов, может подать заявление о вхождении в число маркет-мейкеров на данной бирже.

Биржа предоставляет маркет-мейкерам возможность рекламировать свои услуги на рынке иностранной валюты потенциальным клиентам. Кроме того, FXall служит своеобразным проводником информации между маркет-мейкерами и клиентами, которые пользуются их услугами.

FXall предлагает своим клиентам комплекс услуг Straight Through Processing, который позволяет существенно экономить время и средства клиентов, сокращая «ручной» ввод данных в систему, и уменьшить риск ошибок, возникающих при составлении заявки.

Члены биржи могут совершать как спотовые сделки с иностранной валютой, так и форвардные, опционные сделки и сделки «своп». Кроме того, биржа предлагает такую услугу, как «портфельная торговля» — совершение нескольких сделок с разными парами валют и датами валютирования. Посредством электронной торговой системы клиенты имеют возможность запросить котировки иностранных валют одновременно из нескольких банков, получив наглядную картину ситуации на рынке.

Как и все иные электронные биржи, FXall не ограничивает участников торгов в объемах их заявок.

FXall оперативно снабжает своих участников анализом торговой ситуации и важнейшей торговой информацией, в том числе исследованиями рынка, проведенными различными учреждениями, прогнозами курсов валют, котировками валют в режиме реального времени, информацией о предстоящих событиях, которые могут повлиять на рыночную ситуацию, новостями рынка иностранных валют и иной информацией. Биржа также предоставляет участникам возможность простой связи с веб-сайтом любого из маркет-мейкеров для оперативного получения исследований, проведенных этим маркет-мейкером.

Как и на всех иных электронных биржах, на FXall большое внимание уделяется безопасности торговли. На бирже создана сис-

тема безопасности, сравнимая по надежности с системами, используемыми крупнейшими финансовыми корпорациями мира. Она включает процедуру разрешения доступа, а также различные контрольные и идентификационные процедуры. Эта система гарантирует защиту всей информации о сделках и их участниках.

Глава 2. Универсализация бирж в современном мире

2.1. Понятие и причины универсализации бирж

За последнее десятилетие XX века биржевая деятельность во всем мире подверглась значительным 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) и, в некоторых случаях, 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, например Интернета, исключало возможность удаленного доступа к бирже, поэтому 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 (эмиссионеры), 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 другую¹⁰. Деятельность бирж вышла за рамки национальных границ, и они стали конкурировать между собой на международном уровне.

Например, чтобы привлечь инвестиции, компании не обязательно 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. Иностранцы активно привлекают Нью-Йоркская, Лондонская фондовая 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.

Перемещение деятельности бирж на качественно новый, международный уровень соответствует интересам инвесторов и

¹⁰ В качестве примера можно привести недавние изменения, внесенные в Закон РФ «О валютном регулировании и валютном контроле». Теперь, согласно п. 2 ст. 6 этого Закона, физические лица-резиденты могут без ограничений переводить за рубеж и обратно иностранную валюту в сумме до 75 000 долларов в год, чтобы инвестировать эти средства в иностранные ценные бумаги.

эмитентов. Транснациональные корпорации, чтобы привлечь инвестиции, нуждаются в международном финансовом рынке. В свою очередь, крупные профессиональные (институциональные) инвесторы (банки, страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды) также осуществляют свою деятельность на международном уровне, перешагнув границы национальных рынков в поисках новых ценных бумаг и иных финансовых инструментов для инвестирования. Так, в США и Западной Европе уже появились фонды, которые специализируются на вложении средств на иностранных рынках, в том числе развивающихся.

Законодательство и регулирующие органы различных государств вынуждены вносить изменения, соответствующие этим тенденциям. Они снимают запреты, связанные с размещением ценных бумаг за рубежом либо, наоборот, с деятельностью иностранных эмитентов и профессиональных участников рынка внутри страны. Повсеместно признано, что изоляция национального финансового рынка ведет к его деградации, застою, ограничивает возможности национальных компаний привлекать инвестиции на наиболее эффективных и выгодных условиях. Напротив, взаимодействие с мировым финансовым рынком и его участниками, как правило, делает национальный рынок более конкурентоспособным и эффективным, расширяет круг инвесторов и позволяет в более короткие сроки внедрять новые технологии и методики. Подобно тому, как невозможно развитие всей национальной экономики, если она закрыта для внешнего мира, невозможно и развитие национального финансового рынка без связи с финансовыми рынками других стран.

Кроме того, традиционные биржи столкнулись с конкуренцией со стороны так называемых альтернативных торговых систем, которые с самого начала создаются как электронные площадки и позволяют заключать сделки с меньшими издержками, но с достаточно большой скоростью, сохраняя при этом анонимность сторон сделки. Некоторые из этих систем ориентированы только на крупных, профессиональных участников финансовых рынков и на трансграничные операции. Зато другие системы создаются самими посредниками на финансовых рынках, которые сводят заявки своих клиентов вместо того, чтобы выставлять их на биржу. Это возможно, если у такого посредника достаточно

много клиентов и позволяет избежать расходов, связанных с уплатой биржевых сборов. И, как видим, в совокупности альтернативные торговые системы охватывают все категории участников, которые прямо или через брокеров участвуют в биржевой торговле. Например, в США торговля ценными бумагами через альтернативные системы в 1990 г. составляла 3% от общего объема торговли, а в 1998 г. уже, по разным оценкам, 16-18%.

Таким образом, «конкуренция» — это ключевое слово, когда мы говорим о биржевой деятельности сегодня. Организация торговли — 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».

Биржи пытаются расширить рамки своей деятельности, снизить издержки и привлечь большее число участников торгов несколькими способами. К ним относятся следующие.

1. Международное сотрудничество и формирование стратегических альянсов с другими биржами: соединение торговых систем, унификация правил и условий доступа к торгам и т.п. Дальше будут приведены конкретные примеры такого сотрудничества (альянс скандинавских бирж Norex, проект глобального рынка акций, разрабатываемый 9 ведущими мировыми биржами, Euronext и т.п.).

2. Соединение биржевой и расчетно-клиринговой деятельности. Все усилия биржи по созданию удобной и привлекательной торго-

вой площадки не приведут к должному результату, если отсутствует надежная, эффективная система исполнения биржевых сделок. Поэтому многие биржи не только сводят вместе заявки на покупку и продажу и регистрируют заключенные сделки, но и определяют права и обязанности участников по результатам торгов (клиринговая организация), в некоторых случаях и проводят расчеты по заключенным на бирже сделкам. Это пример так называемой вертикальной интеграции, когда в рамках одной организации объединены различные стадии заключения и исполнения биржевых сделок.

3. Третий метод — создание универсальных бирж.

Существование универсальных бирж возможно и выгодно, потому что все финансовые рынки взаимосвязаны и влияют друг на друга. Если рынок ценных бумаг, на котором совершаются сделки с немедленным исполнением, фиксирует стоимость акций и облигаций на сегодняшний момент, то рынок производных инструментов (срочный рынок), на котором заключаются фьючерсные и опционные сделки, отражает ожидания участников рынка относительно того, каким будет курс ценных бумаг, иностранной валюты, биржевых товаров через несколько месяцев. Срочные сделки позволяют инвесторам уменьшить свои потери или даже получить прибыль при неблагоприятном изменении цен на акции или валюту. Участники торгов, 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 срочная сделка. Очевидно, участнику торгов проще координировать свои действия, когда он может заключить обе сделки в рамках одной биржи. Поэтому привлекательность любой биржи повышается, если она, к примеру, совмещает организацию торговли на рынке ценных бумаг с организацией торговли на рынке фьючерсов и опционов.

Так, на официальном сайте Венской биржи указывается: «Фьючерсы и опционы предоставляют широкий круг возможностей. При правильной стратегии они позволяют инвесторам извлекать прибыль при любом развитии ситуации на рынке — даже тогда, когда цены падают или рынок находится в состоянии застоя».

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.

Особенно актуально создание универсальных бирж для развивающихся рынков и стран с относительно небольшим объемом финансового рынка. США могут позволить себе существование специализированных бирж, часть которых ориентирована на акции и депозитарные расписки (Нью-Йоркская фондовая биржа), другие — на паи инвестиционных фондов (Американская фондовая биржа), третьи — на различные сегменты срочного рынка (Чикагская товарная биржа и др.). Но для других стран, чьи финансовые рынки и экономика в целом не достигли таких масштабов, существование нескольких бирж является непозволительной роскошью.

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 поз-

воляет 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 распределять риски более равномерно.

Некоторые 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 поступили после слияния биржи Гонконга и Хельсинки и фондовая биржа Осло (Норвегия).

2.2. Способы универсализации

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

Различные торговые площадки достигают универсализма своей деятельности несколькими 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. Опыт, накопленный биржей за всю историю ее существования, имеющиеся в ее распоряжении технологии и ресурсы, становятся залогом успеха вновь образуемой секции. Именно по такому пути универсализации пошли

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 на мировом финансовом рынке.

2.3. 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 биржей (ParisBourseSBF

SA), Брюссельской биржей (Société de la Bourse de Valeurs Mobilières 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. Главным объединяющим фактором для новой биржи стал евро. Акционеры трёх 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%.

Euronext создана с целью 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 потребностям инвесторов в развитии единого европейского фондового рынка. Ее порталы в Париже, Амстердаме и Брюсселе, используя уже имеющиеся лицензии на ведение биржевой деятельности, имеют возможность обслуживать 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 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, допу-

щенных к обороту на Euronext, т.е. 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...»¹¹.

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.

С октября 2000 г. в системе SAXESS начали заключать сделки с облигациями, торгующимися на Копенгагенской фондовой бирже. В декабре 2000 г. к альянсу Norex присоединились Биржи Осло (Oslo Börs). 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. SAXESS представляет собой систему трансграничной торговли с едиными правилами торгов. Она доступна любым инвесторам, частные инвесторы могут передавать свои заявки непосредственно в систему.

¹¹ Гаврилин В. Общеввропейская биржа Euronext — шаг навстречу глобализации или поиск зарубежных инвестиций?// Финансист. 2002. № 1.

Norex ставит своей целью создание единой торговой площадки для торговли различными финансовыми инструментами, включая акции, облигации и производные. 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, функционирует единая торговая система, то брокеры, допущенные к торгам на одной из бирж, легко могут осуществлять операции на любой другой входящей в альянс бирже. 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.

Подобные инициативы и проекты ставят перед всеми биржами мира одну проблему: что они могут предложить инвесторам и эмитентам в XXI веке в условиях, когда биржевая индустрия вышла на качественно новый уровень? Те биржи, которые не сумеют ответить на этот вопрос, будут вытеснены на обочину мировых финансовых рынков, а те страны, где расположены такие биржи, потеряют шанс стать мировыми или региональными финансовыми центрами.

Глава 3. Примеры универсализации бирж: международный опыт

3.1. Универсальные биржи Сантьяго, Токио, Осло и Копенгагена

В данном разделе на примере конкретных бирж рассматривается первый способ универсализации.

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 – Telepregon, что уменьшает издержки биржи и удобно для участников.

Токийская фондовая биржа

В Азии лидирующей биржей является Токийская фондовая, деятельность которой также носит универсальный характер. Эта биржа была основана в 1878 г. и за все время своего существования прерывала свою деятельность лишь в 1943–1949 г. Повторное открытие биржи в мае 1949 г. стало одним из символов возвращения к мирной жизни и восстановления национальной экономики.

Токийская биржа является лидирующей как внутри страны, по сравнению с четырьмя другими японскими биржами, так и в масштабах всего мира. Она входит в тройку ведущих мировых бирж. Например, по состоянию на ноябрь 2001 г. общая стоимость акций, обращающихся на бирже, (рыночная капитализация) составила 2,3 трлн. долл., а объем ежедневных торгов в среднем достигает 5,8 млрд. долл. Еще в 1973 г. в Токио была открыта секция для торговли акциями иностранных эмитентов, а первые иностранные компании среди членов биржи, участвующих в торгах, появились в 1986 г. К настоящему моменту на бирже

прошли листинг 38 иностранных компаний, включая такие транснациональные корпорации, как IBM и Volkswagen. Всего же на Токийской бирже обращаются ценные бумаги более чем 2100 компаний. В 2000-2001 гг. была отмечена рекордная активность на первичном рынке ценных бумаг: в соответствии с годовым отчетом за период с 1 апреля 2000 г. по 31 марта 2001 г. на бирже состоялось размещение 156 выпусков. Выше этого показатели были только в 1878 г., в год основания биржи, и в 1969 г., когда была открыт «Второй сектор», где были установлены менее жесткие условия для допуска ценных бумаг к биржевой торговле.

Подобный 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 и опционы на фондовый индекс (1989 г.), опционы на акции (1997 г.) 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 являются залогом ее дальнейшего успешного развития. В отчете за 2000 г. президент Токийской фондовой биржи в очередной раз отметил: «Мы осознаем, что единственный путь для укрепления успеха — это использование наших преимуществ: широкого спектра качественных услуг, охватывающих как рынок ценных бумаг, так и срочный рынок...»

В настоящее время на Токийской фондовой бирже организована торговля различными финансовыми инструментами:

- акции;
- облигации, в том числе номинированные в иностранной валюте (всего по состоянию на 31 марта 2001 г. — 779 выпусков);
- фьючерсы и опционы;
- паи инвестиционных фондов;
- сертификаты фондов, инвестирующих в недвижимость (с 2001 г.);
- варранты.

В июне 2001 г. начали заключаться фьючерсные и опционные сделки с новым фондовым индексом, разработанным совместно Токийской биржей и международным рейтинговым агентством Standard & Poor's.

Токийская биржа не только предлагает новые финансовые инструменты для инвестирования средств, но и совершенствует свои торговые системы, чтобы обеспечить заключение и исполнение сделок наиболее эффективным образом. Несмотря на то, что Япония во всем мире ассоциируется с высокими технологиями, окончательно торги на Токийской бирже были переведены в электронную форму только в 1999 г. В бывшем торговом зале создан новый, многофункциональный информационный центр, который теперь определяет лицо биржи. Туда поступает в режиме реального времени информация о ходе торгов на бирже и о ситуации на других финансовых рынках, там хранятся документы, в которых эмитенты раскрывают информацию о своей деятельности. В информационном центре проводятся семинары, пресс-конференции и презентации. Информационный центр символизирует открытость биржи и «прозрачность» ее деятельности. Подсчитано, что его ежедневно посещают около 350 человек.

В 2000 г. была начата эксплуатация новой торговой системы по акциям, которая позволяет надзирать за торгами в режиме реального времени и пропускная способность которой в 10 раз больше, чем прежней системы. В марте 2001 г. начала работать новая торговая система для некоторых видов облигаций, а в мае 2001 г. биржа ввела исполнение сделок с ценными бумагами по схеме «поставка против платежа». Она делает операции на бирже более надежными и исключает ситуацию, когда одна из сторон получает все причитающееся ей по сделке, но при этом не исполняет своих обязательств.

В 2000 г. биржа начала переговоры с Чикагской товарной биржей о сотрудничестве на срочном рынке, включая совместную разработку новых финансовых инструментов, взаимный доступ к торговым системам друг друга, а в перспективе — создание глобального рынка фьючерсов и опционов. Токийская биржа первой в Азии стала членом Международной группы надзора за рынками (Inter-market Surveillance Group, ISG). Цель этой организации — выявление и пресечение манипулирования ценами и иных незаконных действий на финансовых рынках в междуна-

родном масштабе. Кроме того, Токийская фондовая биржа подписала меморандумы о взаимопонимании со многими биржами: Австралийской фондовой, Тайваньской фондовой, биржами Гонконга и Сингапура, Кореи, Таиланда, Филиппин и Малайзии. Эти документы предусматривают обмен информацией и опытом между подписавшими их торговыми площадками.

Биржи Осло

В Осло биржа была официально открыта 15 апреля 1819 г. Примечательно, что эта она была универсальной все 180 лет своего существования, но при этом неоднократно меняла направления своей деятельности и организовывала торги на разных рынках, в соответствии с потребностями времени и национальной экономики. Учитывая масштабы страны, рациональнее было развивать и использовать одну биржевую инфраструктуру, приспособивая ее к торговле на разных рынках, а не создавать каждый раз новую торговую площадку.

В течение 60 лет со дня своего основания биржа действовала только на валютном и товарном рынках. Ценные бумаги стали торговаться на ней с 1880-х годов, причем сначала фондовый рынок не был для биржи приоритетным. Например, курс ценных бумаг фиксировался только один раз в месяц, в присутствии представителей всего двух брокерских домов. Еженедельный фиксинг был введен почти перед самым началом первой мировой войны, а ежедневно торги по ценным бумагам стали проходить только с 1922 г. В 1974 г. на бирже была прекращена торговля товарами, а в 1991 г. перестал устанавливаться курс национальной валюты по отношению к иностранной. Зато 20 мая 1990 г. стали заключаться срочные сделки. Таким образом, в настоящее время биржа Осло сохраняет свой универсальный характер и, подобно многим другим биржам, является организатором торгов сразу на двух рынках — рынке ценных бумаг и рынке производных инструментов.

По состоянию на февраль 2002 г. на бирже Осло организована торговля следующими финансовыми инструментами:

- акциями 206 компаний (включая 25 иностранных) — их совокупная стоимость (рыночная капитализация) достигла на конец 2001 г. 75, 2 млрд. долл.;

- варрантами;
- государственными, муниципальными и корпоративными облигациями;
- фьючерсами и опционами на ценные бумаги и фондовый индекс.

Чтобы усилить акцент на универсальный характер своей деятельности, в 2001 г. биржа исключила из своего официального наименования слово «фондовая» (stock) и стала просто «Биржей Осло» (Oslo Exchanges).

В связи с реформированием норвежского законодательства в 2001 г. некоммерческое учреждение, ранее управлявшее биржей, было ликвидировано, а вместо него создано акционерное общество Oslo Børs ASA. Биржа перешла в его собственность вместе со всем своим имуществом, правами и обязанностями перед третьими лицами. Все акции Oslo Børs ASA были переданы другому акционерному обществу — Oslo Børs Holding ASA. Доход от размещения составил 475 млн. норвежских крон, или 51.6 млн. долл., и, в соответствии с Законом о деятельности фондовых бирж, полностью поступил в государственный бюджет.

Биржа Осло является членом регионального биржевого альянса Norex. Она активно готовится к внедрению новой торговой системы SAXESS, которая в итоге будет общей для всех бирж, входящих в альянс. В свою очередь, биржа Осло предоставила Стокгольмской бирже собственную систему слежения за рынком, выявляющую нестандартную торговую активность и возможные правонарушения в ходе торгов. Предполагается, что в будущем именно Осло станет общим центром слежения за торговой активностью на биржах Norex. С Копенгагенской фондовой биржей биржа Осло заключила соглашение, в соответствии с которым она будет управлять общим для двух бирж хранилищем информации.

Копенгагенская фондовая биржа

Сегодня Копенгагенская фондовая биржа осуществляет торговлю различными финансовыми инструментами. На ней торгуются:

- * ценные бумаги (акции, облигации);
- * денежные инструменты (казначейские векселя);
- * фьючерсы и опционы на процентные ставки и индексы.

На бирже заключаются сделки на индекс курса акций.

История Копенгагенской фондовой биржи (Copenhagen Stock Exchange) началась еще в XVII в. Знаменитый датский король Кристиан IV учредил биржу, чтобы превратить датскую столицу в коммерческий центр международного значения. Первоначально биржа была товарной. Затем появились ценные бумаги в виде долговых обязательств, цена которых зависела от надежности должника.

В 1795 г. в Копенгагене произошел сильный пожар, выгорело 55 улиц города, сгорел 941 дом, многие жители остались без крыши над головой. Чтобы преодолеть последствия пожара, богатые жители Копенгагена учредили Кредитную ассоциацию домовладельцев Копенгагена. При финансовом участии государства были выпущены облигации. Деятельность Ассоциации была очень успешной, и уже через два года в Копенгагене было построено 1132 новых дома.

Затем правительство начало осуществлять облигационные займы, стали возникать банки и компании с ограниченной ответственностью. В связи с этим помимо торговли товарами успешно развивалась торговля ценными бумагами. Этот факт нашел свое отражение в изданном в 1808 г. Декрете о торговле, бирже и брокерской деятельности. Согласно ему Купеческая гильдия (сейчас Датская торговая палата) обязана была осуществлять надзор за торговой деятельностью и публиковать цены.

В 40-е годы XIX в. в Дании начался экономический рост и индустриализация. Торговля ценными бумагами становилась все более активной и под влиянием этих обстоятельств биржа превратилась из товарной в фондовую. В 1871 г. биржевые брокеры учредили свой котировальный комитет, который определял, какие ценные бумаги допускаются к листингу и, соответственно, к торговле на бирже.

В 1919 г. был принят первый Закон о фондовой бирже. С этого времени Копенгагенская фондовая биржа стала самоуправляемой организацией, надзор за которой было поручено осуществлять Министерству торговли.

В 1986 г. началась реформа фондовой биржи. В 1988 г. биржа запустила электронную систему торгов, заменившую существовавшую ранее систему торгов «на полу». В результате рефор-

мы полномочия по регулированию биржевой деятельности были переданы Совету по ценным бумагам и Агентству финансового надзора Дании (Danish Securities Council и Danish Financial Supervisory Authority).

В сентябре 1996 г. Копенгагенская фондовая биржа объединилась с площадкой по торговле фьючерсами и опционами (FUTOP). Копенгагенская биржа стала универсальной, на ней торгуются фьючерсы и опционы. Среди них фьючерсы и опционы на фондовый 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. В 1989 г. на бирже были допущены к листингу иностранные облигации. В декабре 2002 г. оборот по облигациям составил 635,3 млрд. датских крон (76,2 млрд. долл.).

К концу 2000 г. на Копенгагенской фондовой бирже прошли листинг акции 235 компаний (в их числе 10 иностранных), что, учитывая размеры датской экономики, является весьма успешным показателем. Проводятся торги по обыкновенным и привилегированным акциям. Оборот по акциям в декабре 2002 г. составил 27,5 млрд. датских крон (3,3 млрд. долл.).

На Копенгагенской фондовой бирже заключаются сделки на различные индексы. Так, например, ценовой индекс KFX был введен в 1989 г., это индекс акций 20 крупнейших датских компаний («голубых фишек»), который исчисляется на основе их взвешенной стоимости. Компании ежегодно выбираются из списка 25 ведущих компаний. В случае их банкротства или реорганизации индекс пересчитывается. Индекс KFX был разработан с целью начать торги по новым инструментам (фьючерсам и опционам на индекс).

В сентябре 2000 г. был введен индекс KVX — индекс на курс акций, в отношении которых ожидается рост курса. В основном это акции компаний, работающих в отраслях 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 КАХ представляет собой сводный индекс на курс всех торгующихся на Копенгагенской фондовой бирже акций. Он был введен в июне 2001 г.

В ноябре 2001 г. Копенгагенская фондовая биржа заявила о намерении ввести новые индексы, которые будут основаны на описанных выше и будут отражать изменение курса акций компаний после выплаты дивидендов.

3.2. Объединение бирж в Гонконге

Гонконг в настоящее время является важным финансовым центром Юго-Восточной Азии, связующим звеном между Китаем, где медленно и осторожно осуществляются рыночные реформы, и остальным миром. В 1999-2000 гг. здесь была осуществлена масштабная реформа финансовых рынков. На момент ее начала в Гонконге независимо друг от друга действовали две биржи — фондовая и фьючерсная, на которой заключались срочные сделки с ценными бумагами, фондовыми индексами и иностранной валютой. В результате реформы они вместе со своими клиринговыми организациями были объединены в универсальную компанию «Hong Kong Exchanges and Clearing Limited» (Биржи и Клиринг Гонконга).

Такое решение было принято государством после тщательно-го изучения ситуации, сложившейся на мировых финансовых рынках, и перспектив ее дальнейшего развития. В марте 1999 г. администрация Гонконга выпустила отчет «О политике реформирования рынка ценных бумаг и срочного рынка»¹², который извещал о результатах проведенного исследования и обстоятельно излагал причины и суть намечаемых преобразований. Были отмечены успехи местного финансового рынка: по сравнению с 1988 г. его капитализация увеличилась в 5,5 раз и составила 413

¹² Наименование на английском языке — A Policy Paper on Securities and Futures Market Reform. Данный документ размещен на официальном сайте Администрации Гонконга в сети Интернет по адресу: <http://www.info.gov.hk/fsb/security/>. Здесь и далее цитируется данный документ.

млрд. долл., по этому показателю на конец 1997 г. Гонконг занимал в Азии 2-е место, уступая только Японии, а в мировом масштабе — 11-е место. Ежегодный оборот на фондовом рынке за этот период вырос в 19 раз, достигнув 485 млрд. долл. И на срочном рынке, и на рынке ценных бумаг Гонконг достиг уровня международного финансового центра.

Как указывалось в отчете, во многом это произошло благодаря предыдущей реформе финансового рынка, которая была проведена после финансового кризиса 1987 г. Тогда были изменены структура и схема управления гонконгскими биржами, они получили больше полномочий по регулированию рынка и в то же время стали более подотчетными публичным интересам. Была усовершенствована инфраструктура рынка и, в частности, создана электронная Центральная система клиринга и расчетов, которая обеспечивала исполнение биржевых сделок.

Однако в конце 90-х годов разделение фондового и срочного рынка на две биржи, действующие отдельно друг от друга, более не соответствовало задачам дальнейшего развития Гонконга и мировым условиям. В отчете указывалось: «Везде биржи сталкиваются с возросшей конкуренцией со стороны других бирж и альтернативных торговых систем с низкими комиссионными сборами... Инвесторы стали более разборчивы при выборе услуг, которые им необходимы, и цены, которую они готовы за них заплатить». Биржи соседних государств (Малайзии, Сингапура и Тайваня), укрепившиеся за счет роста национальной экономики, активно инвестировали в развитие новых проектов, чтобы занять место гонконгских бирж в Юго-Восточной Азии. Особенно конкуренция обострилась в ожидании того, что компании материкового Китая начнут размещать свои ценные бумаги на биржах соседних стран, чтобы привлечь дополнительные инвестиции.

«Структура бирж и клиринговых организаций Гонконга подходила для рынка, замкнутого в национальных границах и не подвергавшегося сильной конкуренции, но теперь потребности изменились, и существующая модель безнадежно устарела. Она не сможет выстоять в сложной и конкурентной среде следующего десятилетия». Как было отмечено в отчете, гонконгские биржи, действуя отдельно друг от друга, плохо координировали свои действия и в одних случаях дублировали друг друга, а в других,

наоборот, ни одна из бирж не предлагала услуг, необходимых участникам рынка. В результате они больше конкурировали друг с другом, чем с иностранными биржами, что ослабляло позиции Гонконга на международном финансовом рынке. В отчете приводились многочисленные примеры отставания гонконгских бирж от иностранных (например, недостаточная скорость расчетов по результатам торгов).

Поэтому правительство предложило полностью реорганизовать финансовый рынок — произвести слияние фондовой и фьючерсной бирж, чтобы достичь за счет этого сразу нескольких целей.

1. Объединить их стратегии и коммерческие интересы. Разные биржевые рынки должны взаимно дополнять друг друга, разрабатывать совместные проекты, а финансовый рынок Гонконга должен быть для участников рынка единой, согласованной структурой, а не набором разрозненных элементов.

2. Объединить усилия и ресурсы бирж в таких ключевых сферах, как маркетинг, предоставление информационных услуг, Интернет-технологии и программное обеспечение для электронных торгов. Раньше каждая из бирж развивала соответствующие проекты по отдельности, в результате на это уходило больше денежных средств. Экономия от масштаба, достигнутая за счет объединения, позволит снизить издержки.

3. Укрепить финансовые позиции новой универсальной биржи.

В отчете подчеркивалось: «Если Гонконг не осуществит реформу, то конкуренция со стороны других финансовых центров и альтернативных торговых систем быстро сведет на нет наши преимущества». Другой альтернативы, кроме объединения бирж, у Гонконга нет.

К аналогичным выводам пришли и сами биржи. Так, фондовая биржа Гонконга в 1997 г. наняла внешних консультантов, чтобы они разработали стратегию биржи с учетом изменений, происходящих на мировом финансовом рынке. Один из выводов, сделанных в результате этого, состоял в том, что рынок ценных бумаг в Гонконге должен быть объединен со срочным рынком.

Слияние фондовой и фьючерсной бирж было завершено 6 марта 2000 г. Оно производилось в соответствии со специальным законом — Актом о слиянии бирж и клиринговых организаций. Фондовая

биржа Гонконга, фьючерсная биржа и их клиринговые организации стали подразделениями новой универсальной компании — Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (далее — HKEX). Прежние акционеры бирж одобрили условия слияния и получили в качестве компенсации часть акций новой компании. HKEX является акционерным обществом, ее акции могут быть куплены любым лицом. Однако, учитывая важность функций, выполняемых HKEX, закон установил, что ни одно лицо не может владеть пятью и более процентами ее акций иначе, как по разрешению государственного органа (Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам). Универсальная биржа, созданная в результате слияния, включает все основные функции по организации биржевой торговли, по обработке их результатов (клиринг) и осуществлению расчетов. Объединив все биржевые рынки, HKEX организует торговлю следующими финансовыми инструментами:

- акции;
- облигации;
- паи инвестиционных фондов;
- варранты;
- фьючерсы и опционы на фондовый индекс, акции (в том числе иностранных компаний), процентные ставки;
- фьючерсы на иностранную валюту.

Время, прошедшее с момента объединения гонконгских бирж в универсальную организацию, показало, что решение о слиянии было правильным. Уже в первый год своей деятельности HKEX достигла лучших финансовых результатов, чем получили в 1999 г. в совокупности биржи и все клиринговые организации Гонконга, когда они еще были отдельными организациями. Так, прибыль до налогообложения выросла на 77% (см. годовой отчет HKEX за 2000 г.). Уже в апреле 2000 г. биржа уменьшила комиссионные сборы от совершаемых на ней сделок и планируется их дальнейшее снижение. Успешно развивается сотрудничество с материковым Китаем. По состоянию на середину 2001 г. акции более чем 50 китайских компаний прошли листинг в Гонконге.

Всего по состоянию на конец 2000 г., на универсальной бирже Гонконга обращались акции 736 компаний, которые прошли листинг. В годовом отчете за 2000 г. указано, что в течение 2000 г. на бирже было размещено 90 выпусков ценных бумаг, совокупная стоимость которых по результатам размещения составила

132 млрд. гонконгских долларов. В среднем ежедневный оборот на биржевом рынке ценных бумаг составил 12,7 млрд. гонконгских долларов (на 63% больше, чем в 1999 г.). Для эмитентов, которые не удовлетворяют жестким требованиям листинга на основной торговой площадке, гонконгская биржа создала отдельный сектор — «Рынок растущих предприятий» (The Growth Enterprise Market). Здесь размещаются ценные бумаги молодых, активно развивающихся компаний, инвестирование в которые может принести большую прибыль, но в то же время оно связано с более высоким риском. Биржа официально предупреждает об этом инвесторов, желающих совершать сделки на этом рынке.

После универсализации Гонконг сразу стал более привлекательным для других бирж с точки зрения международного сотрудничества и разработки совместных проектов. В июне 2000 г. начались переговоры универсальной биржи Гонконга с другими ведущими мировыми биржами о создании глобального рынка акций — Global Equity Market (GEM). В проекте, помимо Гонконга, принимают участие такие лидеры мирового рынка, как фондовые биржи Нью-Йорка, Торонто, Токио, Сан-Паулу, альянс Euronext, Австралийская и Мексиканская фондовые биржи. В совокупности эти биржи охватывают все основные часовые пояса мира, и цель проекта — соединить торговые системы всех бирж участников в единое целое. Это обеспечит международных инвесторов «прозрачным круглосуточным торговым механизмом» по наиболее известным, привлекательным и активно торгуемым акциям («голубым фишкам») и будет способствовать «установлению единого международного инвестиционного климата и стандарта»¹³.

Когда в июне 2001 г. главу НКЕХ, Чарльза Ли, спросили, какой он видит универсальную биржу Гонконга через 10 лет, он сказал: «Наша цель — стать лидирующим финансовым рынком Азии, предоставляющим полный комплекс услуг, и ключевым рынком по привлечению международного капитала в Китай. Мы также стремимся стать той точкой в азиатском часовом поясе, на которую будет опираться общемировой фондовый и срочный рынок, и быть в Азии наиболее предпочтительным партнером для

¹³ Гаврилин В. Общеввропейская биржа Euronext — шаг навстречу глобализации или поиск зарубежных инвестиций? // Финансист. 2001. № 1.

основных фондовых и фьючерсных бирж, которые создают глобальные альянсы. Я также надеюсь, что мы сможем оглянуться назад и сказать себе, что использовали свои возможности наилучшим образом»¹⁴.

Если бы Гонконгская биржа не была универсальной, у нее не было бы этих возможностей.

3.3. Универсальная биржа в Сингапуре

Сингапурская биржа (Singapore Exchange — SGX) стала первой азиатской биржей, объединившей в себе фондовую и срочную биржи. Она образовалась в декабре 1999 г. в результате слияния двух успешно развивавшихся, всемирно признанных бирж — Фондовой биржи Сингапура (Stock Exchange of Singapore — SES) и Сингапурской международной биржи финансовых инструментов (Singapore International Monetary Exchange Ltd. — SIMEX).

Образование Сингапурской биржи стало одним из этапов в числе мер, предпринятых Финансовым ведомством Сингапура (Monetary Authority) в целях модернизации биржевого рынка. Программа модернизации включала в себя: слияние Фондовой биржи Сингапура и Сингапурской международной биржи финансовых инструментов и акционирование образовавшейся Сингапурской биржи, размещение и листинг акций Сингапурской биржи, а также комплекс мер по либерализации биржевого рынка. Слияние бирж произошло в соответствии с Законом о коммерциализации и слиянии бирж 1999 г. (Exchanges (Demutualisation and Merger) Act 1999, 2000 Revised Edition).

Стратегия развития Сингапурской биржи разрабатывалась в течение полутора лет Финансовым ведомством Сингапура в сотрудничестве с ведущими участниками финансового рынка и профессиональными консультантами. Комментируя стратегию создаваемой биржи, ее председатель, Дж. Пиллай, сказал: «Слияние и коммерциализация биржи открывает потрясающие перспективы роста. Мы намерены развиваться с учетом опыта, накопленного Фондовой биржей Сингапура и Сингапурской международной

¹⁴ Периодическое корпоративное издание Гонконгской биржи «Exchange», июнь 2001 г. С. 24.

биржей финансовых инструментов, предлагая своим клиентам различные услуги и используя самые современные технологии». Разработанная стратегия включала в себя три основных пункта:

- развитие рынка в Сингапуре, усовершенствование его инфраструктуры путем привлечения новых участников, разработки и внедрения новых финансовых инструментов за счет объединения фондового и срочного рынков, предоставления клиентам широкого комплекса услуг;
- выход за границы национального рынка путем вхождения в стратегические биржевые альянсы и предоставления доступа к торгам по различным инструментам на различных рынках, а также возможности проведения клиринга по заключенным сделкам;
- расширение деятельности биржи в результате освоения новых видов деятельности.

В своей поздравительной речи на торжественном открытии Сингапурской биржи председатель Гонконгской фьючерсной биржи, Джеффри Йех сказал: «Поскольку технологии продолжают уничтожать границы, активизируется международное сотрудничество, мы ожидаем, что Сингапурская биржа сыграет важную роль в развитии биржевой индустрии». Тогда же председатель Сингапурской биржи заявил: «На реализацию стоящих перед нами задач не должны повлиять стереотипы прошлого или радужные мечты о будущем. Нужно реально оценивать существующее политическое, экономическое и финансовое положение, влияние этих обстоятельств на биржевую индустрию и разумно использовать их для достижения наших целей».

23 ноября 2000 г. Сингапурская биржа преобразовалась акционерное общество путем выпуска и размещения 1 млрд. обыкновенных акций. Прибыль, полученная сверх номинала размещенных акций, за период с июня 2000 г. по июль 2001 г. составила 305,537 млн. сингапурских долларов.

В материалах, размещенных на официальном сайте¹⁵, Сингапурская биржа формулирует свои задачи следующим образом: срочная торговля постепенно перемещается на электронные торговые площадки, а торговля ценными бумагами, ранее сосредоточенная на национальных рынках, теперь выходит на между-

народный уровень и ориентируется на опытного инвестора, желающего иметь доступ на рынки других стран. С развитием технологий и обострением конкуренции биржа должна изменяться и развиваться с тем, чтобы удовлетворять тенденциям рынка. Биржа предполагает увеличить продолжительность торговой сессии, привлечь большее количество участников и активно сотрудничать с другими биржами. В числе одной из главных задач биржи также использование передовых технологий для повышения ликвидности торгуемых инструментов и разработки и внедрения новых инструментов. Сингапурская биржа планирует занять позицию ведущей азиатской биржи и стать финансовым центром Азии для иностранных участников финансового рынка.

Сингапурская биржа объединяет в себе фондовую и срочную биржи и их клиринговые палаты. Фондовая площадка Сингапурской биржи стала первой биржей в Азии, полностью перешедшей на электронную систему торгов с системы торговли в зале биржи (floor trade). На ней торгуются акции ведущих сингапурских и зарубежных компаний. Срочная площадка Сингапурской биржи является одной из крупнейших в срочных бирж Азии. В 1999 г. и 2001 г. журналом Asset ей было присуждено звание «Лучшая азиатская срочная биржа» за достижения в области разработки и внедрения новых производных инструментов и реализацию новых подходов к развитию биржи, а в 2000 г. журналом AsiaRisk — звание «Срочная биржа года». После присуждения Сингапурской биржи почетного звания в 2001 г. исполнительный вице-президент и руководитель SGX-DT, Джимми Энг, сказал: «Мы будем и в дальнейшем пытаться своевременно выявлять и предвосхищать тенденции национального и международного финансового рынка и потребности его участников, тесно сотрудничать с нашими стратегическими партнерами в целях расширения границ рынка и повышения его ликвидности». Сингапурская биржа предоставляет свои услуги значительному количеству международных и национальных инвесторов, в том числе большому количеству крупнейших мировых финансовых институтов. Она занимает одну из ведущих позиций в мире по уровню развития технологий и новых инструментов. Лозунгом Сингапурской биржи стала фраза «Завтрашний рынок — сегодня» («Tomorrow's Market, Today»).

¹⁵ См.: www.sgx.com.

Сингапурская биржа имеет 10 структурных подразделений: 5 непосредственно «рыночных» — Управление фондового рынка, Управление срочного рынка, Клиринговая палата и депозитарий (по сделкам на фондовом рынке), Клиринговая палата на срочном рынке, Управление инновационных технологий и 5 «обслуживающих» — Управление корпоративной стратегии и маркетинга, Административно-финансовый департамент, Управление информационных технологий, Департамент управления рисками и Служба управления персоналом. По мнению Энг Сви Тиана, одного из президентов биржи, такая организационная структура позволяет сделать стратегию максимально гибкой и минимизировать риски.

В силу универсальности Сингапурской биржи на ней заключаются сделки с различными финансовыми инструментами. Среди них:

- акции;
- варранты;
- облигации;
- депозитарные расписки;
- опционы и фьючерсы на акции;
- фьючерсы на облигации;
- валютные фьючерсы;
- фьючерсы на процентные ставки и опционы на фьючерсы;
- фьючерсы на индексы и опционы на фьючерсы;
- энергетические фьючерсы и др.

Срочная площадка Сингапурской биржи (SGX Derivatives Trading Division — SGX-DT) заменила собой Сингапурскую международную биржу финансовых инструментов, основанную в 1984 г. Со временем возросло количество обращающихся на SGX-DT финансовых инструментов и количество заключаемых на ней сделок, что вывело ее в разряд ведущих срочных площадок Азии. SGX-DT стала известна как площадка, стремящаяся к инновациям и дальнейшему развитию рынка. На SGX-DT торгуется самый широкий в мире спектр азиатских производных и самый широкий их спектр в Юго-Восточной Азии. SGX-DT стала первой срочной площадкой в Азии, на которой начались торги по фьючерсам на курс доллара к евро, и первой в мире площадкой, где начали торговаться фьючерсы на индексы ак-

ций японских и тайваньских компаний. За счет большого числа торгующихся инструментов деятельность SGX-DT выходит за пределы Юго-Восточной Азии и распространяется на американский и европейский рынки. Сегодня она является признанной международной торговой площадкой, 80% участников торгов на SGX-DT составляют иностранные участники из США, Европы, Японии и др.

На SGX-DT действует две системы торгов — традиционная форма система торгов «на полу» (open outcry system) и электронная торговая система (Electronic Trading System — SGX ETS), которые дополняют друг друга. Функционирование обеих систем связано со стремлением SGX-DT предоставить расширенные возможности по участию членов SGX в торгах, а также охватить различные временные пояса. SGX-DT также является одним из членом-основателей первой в мире Системы взаиморасчетов (Mutual Offset System — MOS), которая связывает системы торговли фьючерсами в различных часовых поясах.

Также в течение финансового года, завершившегося 30 июня 2001 г., на срочной площадке Сингапурской биржи было заключено 25,5 млн. фьючерсных сделок и почти 579 тыс. опционных сделок. В 2001 г. на Сингапурской бирже был поставлен рекорд по количеству заключенных срочных сделок — 30 989 862 контракта, что на 12,5% больше показателя 2000 г. Число срочных сделок в январе 2002 г. на 4,7% превысило количество срочных сделок, заключенных в январе 2001 г.: 2 581 566 сделок в сравнении с 2 430 103 сделок. Доходы SGX-DT за первый квартал текущего финансового года (1 июля 2001 г. — 30 сентября 2001 г.) составили 14,2 млн. сингапурских долларов.

Фондовая площадка Сингапурской биржи (SGX Securities Trading Division — SGX-ST) заменила собой Фондовую биржу Сингапура, которая была основана в мае 1973 г. и за время своего существования завоевала репутацию биржи, где права инвесторов надежно защищены. В рамках SGX-ST торговля ценными бумагами ведется в нескольких секторах — SGX Mainboard, SGX Sesdaq, SGX Xtranet.

В течение финансового года, завершившегося 30 июня 2001 г., на фондовой площадке Сингапурской биржи прошли листинг ценные бумаги 65 новых компаний, в результате размещения ко-

торых было привлечено 1,7 млрд. сингапурских долларов. В целом, на сингапурской бирже прошли листинг ценные бумаги 491 компании, общая рыночная капитализация которых составила 361 млрд. сингапурских долларов. В течение года оборот по акциям составил 94 млн. акций на сумму 146,4 млрд. сингапурских долларов. Доходы SGX-ST за первый квартал текущего финансового года (1 июля 2001 г.-30 сентября 2001 г.) составили 31,7 млн. сингапурских долларов.

Сингапурская биржа совершенствует существующую систему расчетов по заключенным в рамках SGX-ST сделкам, которая позволит членам биржи связать свои системы расчетов и управления рисками с системой расчетов Центрального депозитария и клиринговой палаты Сингапурской биржи (Central Depository (Pte) – CDP) и дополнит систему Straight Through Processing (STP), что повысит эффективность рынка. Система STP на сегодня используется многими биржами, особенно электронными. Она представляет собою полный электронный комплекс услуг – от размещения заявки клиентом до ее исполнения и проведения всех расчетов, что означает полную автоматизацию торгового процесса. Это имеет ряд неоспоримых преимуществ:

- снижает вероятность появления ошибок, связанных с потерей и с неправильным исполнением клиентских заявок;
- предоставляет возможность быстрой обработки указаний о проведении расчетов;
- снижает операционные и другие издержки;
- повышает ликвидность;
- облегчает проведение трансграничных расчетов.

Полное внедрение этой системы Сингапурская биржа рассчитывает осуществить к 2003 г.

В декабре 2001 г. Сингапурская биржа объявила о том, что она ведет переговоры с провайдерами комплекса услуг STP – компанией Omega и Global Straight Through Processing Association. Предметом переговоров стала организация трансграничных расчетов. Сингапурская биржа рассматривает возможность стать центральным звеном STP. В качестве центрального звена биржа должна получать от участников рынка инструкции о расчетах и передавать их провайдерам для проведения окончательных расчетов. Таким образом, участники рынка,

не имеющие прямого доступа в системы провайдеров, могли бы связываться с ними через Сингапурскую биржу и направлять им инструкции о расчетах по сделкам, заключенным в Сингапуре и других странах.

В марте 2001 г. SGX-ST запустила систему SGXAccess – торговую систему, позволяющую членам биржи участвовать в торгах из любой точки мира. Целью внедрения этой системы стало желание биржи упростить доступ к торгам и увеличить ликвидность рынка. В будущем Сингапурская биржа планирует использовать эту систему и при торговле производными, а также для проведения клиринга и расчетов по сделкам, заключенным на фондовом и срочном рынках. Таким образом, SGXAccess позволит создать прозрачный и полностью интегрированный рынок.

Чтобы отвечать тенденциям рынка, биржа постоянно ведет работу по исследованию потребностей его участников. В начале января 2002 г. Сингапурская биржа объявила, что она планирует провести опрос среди своих клиентов с целью узнать их мнение о возможности объединения операционных систем биржи. Этот опрос – часть широкого стратегического исследования биржи, посвященного вопросу создания полностью интегрированной системы торгов, клиринга и расчетов для фондового и срочного рынка. Директор SGX, Томас Клоет, сделал следующее заявление: «Это первый шаг к созданию технологий, которые позволят соединить торговлю на фондовом и срочном рынках и клиринг по совершаемым на них сделкам. Строя рынок завтрашнего дня, мы ищем те средства, которые позволят нам максимизировать положительный эффект объединения фондового и срочного рынков в рамках SGX».

Сингапурская биржа активно сотрудничает с биржами других стран. Она подписала договоры о коммерческом сотрудничестве с Австралийской фондовой биржей (ASX), Американской фондовой биржей (AMEX) и Национальной фондовой биржей Индии (National Stock Exchange of India Limited – NSE) и India Index Services & Products Limited (IISL). В рамках срочного рынка Сингапурская фондовая биржа входит в биржевой альянс Globex Alliance с Чикагской товарной биржей (Chicago Mercantile Exchange – CME), Парижской биржей (ParisBourseSBFSA), Товарной и фьючерсной биржей Бразилии (Bolsa Mercadorias &

Futuros of Brazil), Биржей Монреаля (Montreal Exchange) и Испанской биржей фьючерсов и опционов (The Spanish Futures and Options Exchange MEFF).

Соглашение с Австралийской фондовой биржей Сингапурская биржа заключила в июне 2000 г. Данное соглашение предусматривало разработку и создание электронной системы торговли и расчетов. Эта система предоставляет брокерам обеих бирж подавать заявки непосредственно в электронную систему другой биржи. Таким же образом должна передаваться информация, необходимая для осуществления клиринга и расчетов по заключенным сделкам. Эта система начала действовать в декабре 2001 г. Иностранные инвесторы получили возможность совершать операции с 50 ценными бумагами через своих брокеров с расчетами в своей валюте.

В 2000 г. Сингапурская биржа по соглашению с Американской фондовой биржей организовала систему торговли инвестиционными паями (exchange traded funds).

В октябре 2001 г. Сингапурская биржа и Токийская фондовая биржа объявили о намерении образовать стратегический альянс с целью расширить сферу обращения и повысить ликвидность инструментов, торгуемых на обоих рынках. Биржи намерены развивать инициативы по организации взаимного участия в торгах, клиринга, разработке новых финансовых инструментов, маркетинга, по развитию информационных технологий и обмену информацией.

В результате подписания соглашения с Национальной фондовой биржей Индии на Сингапурской бирже начались торги фьючерсами на индексы акций ведущих индийских компаний. В рамках соглашения с Национальной фондовой биржей Индии и IISL Сингапурская биржа осуществляет с ними сотрудничество в области срочной торговли, обмена рыночной информацией, обучения персонала и оказания технической помощи.

3.4. Стокгольмская биржа и Группа OM

В Швеции слияние фондовой и фьючерсной бирж произошло в январе 1998 г. Фьючерсная биржа была создана в Швеции в 1985 г. Группой OM — транснациональной корпорацией, кото-

рый владеет несколькими биржами, в том числе за пределами Швеции, и компаниями высоких технологий, обслуживающими биржевую деятельность. Биржевая деятельность и высокие технологии — это два основных направления деятельности корпорации, тесно связанные между собой. Торговые системы и программы, разработанные компаниями Группы OM, используются в общей сложности 20 биржами. Помимо фьючерсной биржи, объединившейся с фондовой, в состав Группы OM входит несколько товарных бирж в Великобритании — энергетическая (UK Power Exchange), экологическая (OM Environment Exchange), где заключаются сделки с материалами, которые могут быть подвергнуты вторичной переработке, и биржа, на которой торгуют сырьем для производства бумаги (Pulprex). В Лондоне также расположена входящая в OM London Exchange. В Канаде Группе OM принадлежит биржа природного газа (Natural Gas Exchange). Наконец, Группа OM участвовала в создании альтернативной торговой и информационной системы Jiway, рассчитанной на мелких розничных инвесторов, которые не в состоянии получить доступ на традиционные биржи.

Фьючерсная биржа OM была одной из первых в мире, использовавших при организации торговли электронные технологии, и первой в мире, организованной в форме коммерческой организации.

Стокгольмская фондовая биржа, основанная в 1863 г. на основании королевского указа, напротив, является одной из старейших в мире. Долгое время она действовала в качестве некоммерческой организации, причем, в соответствии с законом, обладала монополией на организацию торговли на рынке ценных бумаг в Швеции. В 1993 г., в соответствии с изменившимся законодательством, Стокгольмская фондовая биржа была акционирована.

Две биржи официально объявили о своем намерении объединиться в конце ноября 1997 г. Как указывалось в совместном заявлении, целью слияния было «усиление рынка Стокгольма и всего скандинавского региона в условиях все более возрастающей конкуренции со стороны иностранных бирж и финансовых рынков»¹⁶. К тому моменту Группа OM владела 21% акций

¹⁶ Здесь и далее цитируется по сообщению агентства Рейтер от 28 ноября 1997 г.

Стокгольмской фондовой биржи. Однако, чтобы слияние состоялось, решение, в соответствии с законодательством, должны были одобрить не менее 90% акционеров. Долгое время слиянию сопротивлялась группа крупных шведских банков, которые в совокупности владели 20% акций Стокгольмской фондовой биржи. И здесь необходимо отметить роль государства в лице Министерства финансов и Банка Швеции, которые принимали активное участие в переговорах с акционерами, выступавшими против слияния. «Существование хорошо функционирующего и конкурентоспособного финансового сектора жизненно необходимо для страны и соответствует ее интересам, — говорилось в заявлении Министерства финансов. — В значительной степени возможность создания в Швеции привлекательного финансового рынка зависит от его инфраструктуры. Кроме того, сильный финансовый сектор в стране создает немаловажные предпосылки для коммерции, занятости и экономического роста». Было подсчитано, что объединение двух бирж приведет, начиная с 1999 г., к снижению ежегодных издержек на общую сумму 45 млн. шведских крон (что эквивалентно 5,8 млн. долл. США).

Аналитики и рынок в целом также одобрительно восприняли новость о планируемом слиянии. Государство приобрело часть акций новой универсальной биржи и пакет акций Группы OM.

Новая организация, образованная в результате слияния фондовой и фьючерсной бирж, именуется просто «биржами Стокгольма» или Стокгольмской биржей, что лишним раз подчеркивает ее универсальный характер. 5 декабря 2001 г. было объявлено, что к Стокгольмской бирже присоединяется еще одна торговая площадка, принадлежащая Группе OM, — OM Fixed Income Exchange. На ней заключаются сделки с облигациями и иными финансовыми инструментами, которые, в отличие от акций, приносят фиксированный доход. Как отметил вице-президент присоединяемой биржи К. Венненберг, «это присоединение дает нам дополнительные возможности для того, чтобы адекватно реагировать на быстрое развитие биржевой и внебиржевой торговли облигациями. Возросший интерес к инвестициям в эти инструменты среди частных инвесторов означает, что облигации будут привлекательным дополнением к акциям и производным инструментам, предлагаемым

на Стокгольмской бирже»¹⁷. Следует отметить, что развитие биржевого рынка облигаций направлено прежде всего на удовлетворение потребностей частных, розничных инвесторов: крупные, профессиональные инвесторы в Швеции традиционно торгуют облигациями на внебиржевом рынке, заключая сделки по телефону и с помощью иных средств связи.

Таким образом, внутри Швеции Группа OM консолидировала свою деятельность по организации торговли в пределах одной биржи. В результате объединения разрозненных торговых площадок в Стокгольме организована торговля акциями, облигациями, опционами, варрантами, паями инвестиционных фондов. Компании высоких технологий, входящие в Группу OM, способны предложить бирже самые современные технические решения, что в сочетании с универсальным характером образовавшейся торговой площадки делает Стокгольм серьезным конкурентом для мировых бирж.

Стокгольмская биржа заявила две стратегические цели:

- стать одной из ведущих бирж в Европе;
- создать общий рынок ценных бумаг для скандинавских стран.

С этой целью Стокгольмская биржа заключила соглашения с биржами Копенгагена и Осло (биржевой альянс Norex).

Например, в соответствии с соглашением, заключенным с фондовой биржей Копенгагена в январе 1998 г., две биржи обязались соединить свои торговые системы. Акции компаний, торгуемых на бирже Копенгагена, стали доступны и на Стокгольмской бирже без прохождения процедуры дополнительного листинга. Кроме того, Группа OM стала вторым по величине акционером универсальной Хельсинской биржи, которая образовалась в Финляндии в результате слияния местной фондовой биржи и биржи производных инструментов еще в 1996 г.

На Стокгольмской бирже торгуются акции иностранных компаний. В 2001 г., который для мирового фондового рынка оказался не самым удачным, объем торгов по акциям на этой бирже был в 1,5 раза выше, чем в 1999 г., хотя и ниже, чем в 2000 г. В феврале 2001 г. были снижены ставки комиссионных сборов на рынке срочных сделок, что сделало его более доступным и привлекательным для участников.

¹⁷ Пресс-релиз Стокгольмской биржи от 5 декабря 2001 г.

Группа OM настолько усилила свои позиции в результате объединения двух бирж, что посчитала возможной поглотить Лондонскую фондовую биржу (London Stock Exchange, LSE). В 2000 г. Лондонская фондовая биржа, на тот момент входившая в четверку крупнейших бирж в мире и самая крупная в Европе, планировала слияние с Немецкой биржей. Вместе они должны были образовать новую торговую площадку международного уровня, и на 14 сентября 2000 г. уже было намечено голосование акционеров LSE по данному вопросу. Однако Группа OM неожиданно сделала альтернативное предложение, а потом, когда оно было отвергнуто, заявила о намерении провести поглощение Лондонской биржи против воли ее руководства. Группа OM в совокупности оценила Лондонскую биржу более чем в 1 млрд. долл. и предложила цену за ее акции, превышающую их рыночную стоимость на конец августа 2000 г. Это был первый случай в истории, когда в отношениях между биржами были применены методы, характерные для «корпоративных войн» в иных отраслях экономики. В итоге планы поглощения, обнародованные Группой OM, не были осуществлены, однако они помешали слиянию Немецкой и Лондонской фондовых бирж, которое так и не состоялось.

3.5. Биржи Хельсинки

В Финляндии в настоящее время действует универсальная биржа, именуемая «биржами Хельсинки», или Хельсинской биржей. Она образовалась в 1997 г. в результате слияния Фондовой биржи Хельсинки и биржи SOM, где заключались фьючерсные и опционные сделки.

Торговля ценными бумагами началась в Финляндии еще с 1860-х гг., однако, долгое время она осуществлялась без должной организации и регулирования. Фондовая биржа в Хельсинки была основана лишь в 1912 г. В 1980-е годы на ней стала использоваться полностью автоматизированная торговая система, а в 1995 г. биржа стала коммерческой организацией. Биржа SOM была учреждена в 1987 г. и выполняла функции торговой площадки и клиринговой организации для заключения срочных сделок. Сначала на ней заключались только фьючерсные и опци-

онные сделки с фондовым индексом, с 1990 г. появились фьючерсы на акции, с 1993 г. — опционы на акции. В 1997 г. две биржи объединились и образовали новую компанию — Helsinki Securities and Derivatives Exchange, Clearing House. 60% уставного капитала биржи перешло к прежним собственникам биржи SOM, 40% — к собственникам фондовой биржи.

Причины объединения двух бирж были такими же, как и в других странах. Несмотря на значительное увеличение объемов торговли на фондовой бирже Хельсинки к моменту слияния, на нее в 1997 г. по-прежнему приходилась лишь 1/10 от общего объема торгов на четырех ведущих биржах скандинавского региона (Копенгаген, Осло, Стокгольм и Хельсинки). В совместном заявлении двух бирж от 1 июля 1997 г. говорилось, что их объединение упростит структуру биржевого рынка Финляндии и создаст новые возможности для сотрудничества и конкуренции с другими биржами уже на международном уровне. «Национальные рынки капитала проходят через период беспрецедентных перемен. Традиционные биржевые структуры и национальный финансовый рынок будут подвергаться все более жесткой международной конкуренции»¹⁸. Участники рынка также выразили надежду, что после объединения бирж больше брокеров будут заключать сделки с ценными бумагами и фьючерсные и опционные сделки, поскольку оба рынка будут доступны в рамках одной биржи.

Универсальная биржа Хельсинки является дочерней структурой Группы HEX — транснациональной корпорации, которая, подобно шведской Группе OM, владеет целой группой компаний и развивает свою деятельность в нескольких направлениях, связанных с финансовыми рынками: организация торговли и расчетов, депозитарная деятельность (учет прав на ценные бумаги), консультационные и иные услуги для эмитентов ценных бумаг, электронные технологии. Помимо Хельсинской биржи, Группа HEX владеет Центральным депозитарием Финляндии (Finnish Central Securities Depository), ей также принадлежит более 60% акций Таллиннской фондовой биржи.

¹⁸ Здесь и далее цитируется по сообщению агентства Рейтер от 1 июля 1997 г.

В настоящее время на биржах Хельсинки организована торговля следующими финансовыми инструментами:

- акциями;
- облигациями;
- фьючерсами и опционами на ценные бумаги и фондовый индекс.

По данным на январь 2002 г., рыночная капитализация компаний, чьи акции обращаются на бирже, достигла 209,4 млрд. евро, а ежедневный оборот на рынке акций в среднем составляет 927,5 млн. евро. Количество фьючерсных и опционных контрактов на акции, заключенных в 2001 г., в общей сложности превышало 1 100 000¹⁹.

3.6. Венская биржа

История Венской биржи началась в 1771 г. В первое время на ней торговались облигации, векселя и иностранная валюта, т.е. Венская биржа была универсальной еще в начале своей деятельности. Торги по акциям впервые состоялись в 1818 г., а первой компанией, прошедшей листинг на Венской бирже, стал Австрийский национальный банк.

В 60-е годы XX в. послевоенный рынок постепенно начал оживать. На Венской бирже возобновилась торговля акциями иностранных компаний. В 80-е годы XX в. австрийский фондовый рынок находился в стадии подъема. Внедрение электронной торговой системы PATS и принятие в 1989 г. Закона о фондовой бирже стимулировало развитие биржевого рынка.

Современная Венская биржа (Wiener Börse) возникла в результате слияния в декабре 1997 г. Венской фондовой биржи (Vienna Stock Exchange) и Австрийской биржи фьючерсов и опционов (ОТОВ). Надзор за деятельностью биржи осуществляют Министерство финансов и Агентство по рынку ценных бумаг Австрии (Austrian Securities Authority).

Венская биржа ставит перед собой три основные задачи:

- быть биржей, предоставляющей максимально возможное

¹⁹ Статистические данные приводятся в соответствии с информацией, размещенной на официальном сайте биржи в сети Интернет по адресу: www.hexgroup.com.

количество услуг и действующей в соответствии с принципами рыночной экономики;

- стать центром ноу-хау для финансовых рынков Австрии и Центральной и Восточной Европы;
- выйти за границы национального и регионального рынка и превернуться в международный финансовый центр Европейского Союза.

Важным моментом в истории Венской биржи стал запуск в 1999 г. немецкой торговой системы Xetra, посредством которой проводятся торги на наличном рынке. Использование Xetra сделало доступ на рынок более простым и привлекло иностранных инвесторов и участников, система связала Венскую биржу с более чем 400 активных участников рынка по всему миру. Через Xetra осуществляется торговля следующими инструментами:

- акции австрийских компаний;
- сертификаты участия в капитале австрийских компаний;
- сертификаты участия в австрийских инвестиционных фондах;
- акции иностранных компаний;
- сертификаты участия в иностранных инвестиционных фондах;
- сертификаты и права участия в программах участия сотрудников в прибыли компании;
- права подписки;
- долговые ценные бумаги;
- государственные облигации;
- казначейские сертификаты;
- казначейские расписки;
- корпоративные облигации и др.

С октября 1999 г. на Венской бирже торгуются варранты. Торговля осуществляется через электронную систему торгов OM Systems, которая используется с 1991 г. для торговли фьючерсами и опционами на срочном рынке.

На срочном рынке Венской биржи торгуются следующие инструменты:

- фьючерсы и опционы на индекс ATX;
- фьючерсы и опционы на индексы группы CEE;
- фьючерсы на акции;
- опционы на акции 17 компаний.

Индекс ATX представляет собой индекс на акции 20 ведущих австрийских компаний. Группа индексов CEE включает четыре

индекса – СТХ (индекс на акции ведущих компаний Чехии), индекс НТХ (индекс на акции ведущих компаний Венгрии), РТХ (индекс на акции ведущих компаний Польши) и RTX (индекс на акции ведущих компаний России). Все эти индексы служат базовым активом для фьючерсов и опционов, торгуемых на Венской бирже с весны 1997 г.

Фьючерсы и опционы на акции австрийских компаний и на индекс АТХ номинированы в евро. Чтобы участникам было проще ориентироваться, цены на контракты на индексы группы СЕСЕ и акции иностранных компаний исчисляются в долларах.

В октябре 2001 г. Венская биржа объявила о планах реформировать свои фондовые индексы в 2002 г. В частности, уже начали заключаться сделки на Prime Market индекс на обыкновенные акции 30-40 ведущих австрийских компаний.

Со 2 января 2002 г. на Венской бирже рынок разделен на пять секций.

- Рынок акций, состоящий из двух секторов – рынка первого уровня (prime market) и рынок второго уровня (standard market). На рынке первого уровня торгуются прошедшие жесткие условия листинга акции лидирующих компаний, ведущие отчетность в соответствии с международными стандартами (IAS или US-GAAP). Кроме того, эти компании должны публиковать ежеквартальные отчеты о своей деятельности на двух языках (английском и немецком), календарь корпоративных событий (даты проведения общих собраний акционеров, конференций, пресс-конференций по итогам финансового отчета и т.п.) в начале каждого года. Они также должны иметь выход в электронную систему для предоставления информации о компании в случае необходимости. На рынке второго уровня торгуются все остальные акции, прошедшие стандартную процедуру листинга.

- Рынок облигаций, на котором проводятся торги по государственным, корпоративным, банковским облигациям, казначейским распискам и другим инструментам.

- Рынок срочных контрактов, где торгуются фьючерсы и опционы на акции австрийских и иностранных компаний и их индексы.

- Рынок варрантов.

- Рынок иных инструментов, где торгуются все те ценные бумаги, с которыми не совершаются сделки в перечисленных выше секциях.

В качестве отдельного подразделения Венская биржа функционирует площадка, на которой осуществляется торговля товарами. Товарная биржа, учрежденная в 1872 г., четыре года спустя слилась с Венской фондовой биржей. Несмотря на то, что наиболее активная торговля на этом рынке осуществлялась только в период с 1921 г. по 1924 г., а в остальные годы большой активности на нем не наблюдалось, эта площадка продолжает функционировать до сих пор. На ней осуществляются торги древесиной, кожей и другими товарами. Товарная площадка выполняет важные экономические функции: регулярно публикует цены на наиболее активно торгуемые товары, разрабатывает торговые обычаи, проводит экспертизу товаров и т.д.

Венская биржа активно сотрудничает с другими биржами. Так, совместно с Немецкой биржей (Deutsche Börse AG) она учредила торговую площадку NEWEX (New European Exchange), на которой с осени 2000 г. ведется торговля акциями компаний Центральной и Восточной Европы. Торговля на NEWEX также осуществляется с помощью электронной системы торгов Xetra. В целях обеспечения прозрачности рынка к компаниям, акции которых торгуются на NEWEX, предъявляются строгие требования по предоставлению отчетов об их деятельности и раскрытию информации.

Заключение

В данной брошюре были рассмотрены вопросы развития бирж в последние десятилетия. 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 валютные биржи продолжают оставаться важным элементом финансовой инфраструктуры. Внедряются новые технологии, новые финансовые инструменты, несколько видоизменяются формы существования валютных бирж, но они продолжают функционировать, что как нельзя более ясно показывает их эффективность и доказывает необходимость их наличия на рынке. Валютные 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 более тесного взаимодействия различных сегментов финансового рынка и элементов его инфраструктуры биржи постепенно отказываются от ориентации на определенный рынок — фондовый, срочный или валютный. Поэтому биржи 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 выше 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.

Захаров А.В., Кириченко Д.А., Челмодеева Е.В.
3-38 Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка. — 2-е изд., перераб. и доп. — М., 2002. — 80 с. (Союз юристов России, МАБ СНГ. Сер. Конституционная экономика).

ISBN 5-8341-0045-7

В данном издании рассматриваются современные мировые тенденции развития бирж. Первая глава посвящена истории и современному состоянию биржевого валютного рынка, как в развивающихся, так и в развитых странах. Во второй главе исследуются причины возникновения и особенности деятельности универсальных бирж, которые организуют торговлю одновременно на нескольких рынках: фондовом, срочном, валютном. Опираясь на мировой опыт, авторы рассматривают валютные и универсальные биржи как важный антикризисный механизм на финансовом рынке. Сделанные авторами выводы подкрепляются конкретными примерами из международной практики (Гонконг, Сингапур, Швеция, Дания и др.)

Издание предназначено как для специалистов, так и для широкого круга читателей, интересующихся вопросами развития и функционирования бирж и финансового рынка в целом.

УДК 336.762
ББК 65.26

Научное издание

А.В. Захаров, Д.А. Кириченко, Е.В. Челмодеева

Валютные и универсальные биржи XXI века
как антикризисный механизм финансового рынка

Редактор
В.Ю. Григорьева
Вёрстка
М.Ю. Ивановшин
Обложка
А.А. Кузьмин

Изд. лиц. № 071731 от 17.09.1998.
Подписано в печать 27.02.2002.
Формат 60×84/16. Бумага офсетная. Гарнитура «FrizQuadrataС».
Усл.-печ. л. 4,65. Заказ 00748. Тираж 2000 экз.

Отпечатано в ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа»
103009 Москва, Большой Кисловский переулок, 13