Петрозаводский государственный университет

На правах рукописи

Павков Дмитрий Петрович

Институциональные аспекты организации финансового рынка (на примере рынка Forex)

Специальность 08.00.01. – экономическая теория

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук

Научный руководитель:

д.э.н., профессор В.Б. Акулов

Петрозаводск
2007

ВВЕДЕНИЕ 1

1. ТЕОРИЯ КОНТРАКТНЫ Х ОТНОШЕНИЙ И ТРАНСАКЦИОННЫХ ИЗДЕРЖЕК: ВОЗМОЖНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДЛЯ АНАЛИЗА ОРГАНИЗАЦИИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА 9

1.1. Институциональный подход к исследованию организации финансового рынка..... 9

1.2. Организация финансового рынка: экономические субъекты и институты (на примере Forex)..... 21

1.3. Интернет-трейдинг с позиции теории контрактных отношений и трансакционных издержек..... 43

2. РОЛЬ ФОРМАЛЬНЫХ И НЕФОРМАЛЬНЫХ ПРАВИЛ В ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОМ АНАЛИЗЕ ОРГАНИЗАЦИИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ 63

2.1. Институты и их роль в процессе трансформации экономики 63

2.2. Институты и правила экономического поведения на финансовом рынке 76

2.3. Организация финансового рынка и институциональная среда 95

2.4. Саморегулирование как институт самоорганизации. Саморегулируемые организации..... 105

3. ОРГАНИЗАЦИЯ ВАЛЮТНОГО РЫНКА (FOREX) В РОССИИ 115

3.1. Самоорганизация рынка. Интернет-сети и институты..... 115

3.2. Организация валютного рынка (Forex) в развитых странах: возможности использования опыта 124

3.3. Проблемы функционирования валютного рынка (Forex) в России..... 134

ЗАКЛЮЧЕНИЕ..... 157

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 163

ПРИЛОЖЕНИЯ 173

Введение

Актуальность темы исследования. Финансовый рынок является важнейшим компонентом современной рыночной экономики. Его роль в формировании общественного продукта постоянно растет. Положительная связь между уровнем ВВП и степенью развитости финансовых рынков уже давно стала очевидной. На финансовом рынке оборачивается основная часть денежных средств и появляется все больше денег домашних хозяйств. В развитых странах около 40-50 процентов населения выступают в качестве индивидуальных инвесторов (участников трансакций на финансовом рынке). В России же эта цифра не достигает и одного процента. Однако сам факт образования и успешного функционирования различных сегментов финансового рынка свидетельствует об определенной развитости рыночных механизмов.

Объяснение и исследование современных экономических отношений оказывается более успешным с точки зрения институционального подхода, который предполагает изучение рынков и их организацию с позиции теории контрактных отношений и трансакционных издержек. Исследование на основе данного подхода может оказаться полезным и для экономик, находящихся в состоянии трансформации (перехода), когда многие рынки формируются фактически заново. К таким рынкам в России относится финансовый рынок, изучение которого становится первостепенной задачей.

Финансовая сфера – это посредническая сфера. Она предоставляет преимущественно трансакционные услуги. Организация эффективного обмена на финансовых рынках, таким образом, оказывается невозможной без решения задачи снижения трансакционных издержек.

В последние годы заинтересованность в функционировании финансового рынка демонстрируют в первую очередь индивидуальные инвесторы, желающие иметь низкие издержки «входа» на этот рынок.

Расширение числа экономических субъектов делает рынок все более открытым. Открытость рынка «для всех» предполагает и участие всех экономиче-

ских субъектов в его организации. Вместе с тем, институциональный подход исходит из того, что рынки характеризуются небесплатностью трансакций для его участников. Организация стоит денег. Индивидуальным инвесторам не по силам участвовать в выработке формальных правил организации рынка. Отсюда, можно предположить, что именно на тех рынках, на которых присутствует все большее число индивидуальных инвесторов и «небольших игроков», наибольшее значение будут иметь неформальные правила.

Степень научной разработанности проблемы. Вопросы организации финансового рынка привлекают все большее внимание исследователей Запада. С одной стороны бурное развитие финансовых рынков открывает новые возможности, но, с другой стороны, финансовые кризисы последнего десятилетия заставляют ученых искать новые подходы к объяснению усложняющихся взаимоотношений между экономическими субъектами. К таким новым подходам и относится *институциональный подход* к исследованию рынков на основе теории трансакционных издержек.

Проблемы организации финансовых рынков рассматривались в работах таких известных ученых как: Д. Норт, Дж. Стиглиц, О. Уильямсон, Э. Фуруботн, Р. Рихтер, Л. Зингалес, Р. Раджан и другие.

Вопросы организации финансовых рынков относятся к числу малоизученных в российской экономической науке. Лишь в последние годы стали появляться работы, прежде всего ученых ИМЭМО РАН, посвященных исследованию институциональных аспектов формирующегося фондового рынка. К числу таких исследований можно отнести монографии и статьи Д. Смыслова, В. Усоскина, Б. Рубцова, В. Евстигнеева, М. Грачевой и некоторых других авторов. Правда, в центре внимание ученых ИМЭМО находятся в основном вопросы, касающиеся становления и развития институтов инфраструктуры фондового рынка, его интегрированности в мировой.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационной работы является обоснование необходимости и адекватности использования теории контрактных отношений и трансакционных издержек для анализа организации форми-

рующегося финансового рынка (на примере рынка Forex[1]) в условиях трансформации российской экономики, а также выработка предложений по повышению эффективности его функционирования и институционального совершенствования.

В соответствии с поставленной целью были определены и задачи:

● обоснование необходимости использования институционального подхода для анализа организации финансового рынка, идентификация главных экономических субъектов финансового рынка (в том числе Forex) и отношений, складывающихся между ними;

● анализ организации сделок финансового рынка, в первую очередь сделок на Forex, с позиции теории контрактных отношений и трансакционных издержек;

● рассмотрение принципов экономического поведения индивидов, имеющих решающее значение при исследовании неформальных правил организации финансового рынка;

● обобщение и описание зарубежного опыта формирования и развития институтов организации валютного рынка (Forex);

● исследование проблем функционирования финансового рынка в России, в том числе Forex, и выработка предложений по созданию эффективной (с точки зрения снижения трансакционных издержек и повышения гарантий исполнения сделок) организации данного рынка.

Теоретическая и методологическая основа диссертационного исследования. В качестве базовой теоретической и методологической концепции в диссертации используется подход новой институциональной экономической теории. Новая институциональная экономическая теория научно обоснована и представлена в работах Р. Коуза, Д. Коммонса, Д. Норта, О. Уильямсона, Э. Фуруботна, Р. Рихтера, Д. Стиглица и других авторов.

В отечественной экономической литературе проблемы институциональной экономики рассматриваются в работах таких авторов как: А. Шаститко, В.

[1] Forex – Foreign Exchange Market

Тамбовцев, В. Радаев, А. Аузан, Я. Кузьминов, Ю. Ольсевич, А. Скоробогатов и некоторых других.

Основополагающей предпосылкой в анализе организации финансового рынка является небесплатность рыночных трансакций и существование трансакционных издержек. Этот подход не отрицает традиционное понимание рынка с точки зрения неоклассического подхода, а расширяет его, позволяя объяснить многие новые моменты в развитии рыночных систем.

К новым моментам в развитии финансовых рынков конца XX - начала XXI веков можно отнести: интернационализацию и глобализацию, размывающих границы между национальными и глобальными рынками; появление и активное внедрение информационно-коммуникационных технологий (ИКТ) и электронных торговых систем (ЭТС).

Внедрение ИКТ и ЭТС не только придало динамизм финансовому рынку, но и породило большое разнообразие видов сделок и инструментов. Это вызвало институциональные сдвиги в организации обмена. К таким сдвигам можно отнести: *резкое* снижение трансакционных издержек на одну сделку в результате немедленной сквозной обработки трансакций и их непрерывности, что существенно сокращает время исполнения сделки и минимизирует риск ее неисполнения; *существенное* повышение информационной прозрачности рынка.

Современный обмен уже нельзя объяснить только с точки зрения действия исключительно рыночного механизма. Представители новой институциональной экономической теории рассматривают организацию рынков как совокупность рыночных и нерыночных отношений. Нерыночные отношения не подменяют рыночные, а дополняют их, обеспечивая снижение издержек обмена.

Привнесение на российскую почву экономической модели рыночной экономики можно рассматривать как *адаптационный* процесс новых экономических форм. Это и определяет специфику институционального подхода в экономических исследованиях трансформационных экономик. По мнению лауреата Нобелевской премии по экономике Дугласа Норта институциональный подход вполне адекватен при анализе переходных экономик, т.к. именно в эти истори-

ческие периоды задается траектория развития, которая может реализоваться как продуктивная траектория или как траектория развития, содержащая угрозы формирования анти-стимулов для продуктивной деятельности.

Основные результаты диссертационного исследования были получены с использованием методов сравнения, аналогии, а также индукции и дедукции.

Рабочей гипотезой диссертационного исследования является предположение о том, что организацию финансового рынка в условиях трансформационной экономики следует рассматривать как *адаптационный процесс*. При этом необходимо учитывать возможность существования поддерживающих институтов, прежде всего неформальных правил, создающих равные возможности для всех субъектов рынка, которые упорядочивают свои отношения на основе самоорганизации. Роль государства в этом случае может сводиться к содействию развития, а также к надзору, контролю и защите от мошенничества.

Предметом исследования являются способы (направления) повышения эффективности организации финансового рынка (на примере Forex) в результате развития и совершенствования неформальных институтов, создаваемых самими субъектами рынка. Работа выполнена в соответствии с паспортом специальностей ВАК РФ п. 1.2. Микроэкономическая теория: теория организации рынков.

Объектом исследования является организация финансового рынка (на примере Forex) как совокупность субъектов и сделок между ними, упорядочиваемая при помощи неформальных и формальных институтов. Исследование организации рынка ведется с использованием микроаналитического подхода (уровень сделки), а также с позиции принятия решений индивидуальными экономическими агентами. Важность институционального подхода в этом случае обусловлена необходимостью выявления ограничений (как формальных, так и неформальных), в рамках которых должен действовать экономический субъект.

Научная новизна исследования:

● в диссертации предпринята попытка обоснования адекватности использования теории контрактных отношений и трансакционных издержек для ана-

лиза организации финансового рынка России (на примере Forex), находящегося на этапе трансформации;

● в представленной работе впервые с позиции институционального подхода рассматривается *организация* финансового рынка (на примере рынка Forex) как системы упорядочивания и координации отношений между экономическими субъектами с целью снижения трансакционных издержек и обеспечения непрерывности сделок;

● валютный рынок (Forex) охарактеризован как большая информационная система, основанная на развитии информационно-коммуникационных технологий и электронно-торговых систем. Показано, что использование Интернет-трейдинга и электронно-брокерских торговых систем приводит к радикальному снижению трансакционных издержек и «автоматическому» упорядочиванию контрактных отношений, что обеспечивает экономическим агентам возможность непрерывности сделок и наращивания дохода;

● исследован и обобщен опыт функционирования институтов самоорганизации финансового рынка в США и Великобритании. Обоснована возможность его использования для повышения эффективности организации финансового рынка в России;

● данное исследование является попыткой обобщения опыта становления, развития и организации валютного рынка (Forex) в России на этапе трансформации, в результате чего автором сформулированы предложения по повышению эффективности его функционирования и институционального совершенствования (п. 1-12, С. 146-156 диссертации).

По итогам проведенного исследования **на защиту выносятся следующие положения:**

● институциональный подход базируется на принципе небесплатности рыночных трансакций. Поскольку организацию рынка мы определяем как систему упорядочивания отношений между экономическими субъектами, то отсюда следует, что она (организация) сопряжена с ростом трансакционных издержек;

● рынок Forex характеризуется как глобальная информационная система, где преобладают технологии удаленного доступа. Это обмен, где партнеры не знакомы друг с другом, и где сделки заключаются в виртуальном пространстве в единой электронной торговой системе. Исходя из этого, необходимым условием организованности рынка распыленных экономических субъектов становятся правила самоорганизации и индивидуальные модели принятия решений;

● финансовый рынок России (в т.ч. Forex) можно рассматривать как формирующийся рынок. Его история насчитывает немногим более 10 лет. В условиях, когда финансовые рынки уже функционировали как глобальные и электронные, Россия смогла сразу выйти на передовые рубежи электронной организации сделок на финансовых рынках. Сложнее дело обстояло с развитием институтов (правил) организации финансового рынка, касающихся правил упорядочивания взаимоотношений между всеми субъектами финансового рынка, включая институты защиты контрактов, предотвращение мошенничества и др.;

● в условиях интегрированности рынков упорядочивание взаимоотношений между экономическими субъектами оказывается более эффективным с помощью институтов самоорганизации, т.е. правил вырабатываемых снизу. Это, в свою очередь сводит к минимуму возможности конструирования институтов из центра. Государству здесь отводится роль института поддержки, защиты рынка и прав инвесторов;

● исследование проблем функционирования Forex в нашей стране и изучение особенностей его функционирования в развитых странах (США и Великобритании), позволило нам сформулировать предложения по повышению эффективности его организации в России. В частности, на наш взгляд, может оказаться эффективной модель его организации на основе функционирования единого института саморегулирования для фондового рынка и Forex.

Теоретическая и практическая значимость работы. Основные положения, выводы и рекомендации диссертационного исследования могут быть использованы государственными органами, саморегулируемыми организациями при разработке формальных норм, стандартов, кодексов поведения, направлен-

ных на повышение эффективности организации финансового рынка (в частности Forex), а также при разработке концепции государственного регулирования финансового рынка в целом. Теоретические положения и выводы, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы в преподавании курсов экономической теории и институциональной экономики.

Апробация результатов исследования. Основные положения диссертации нашли свое отражение в 5-ти опубликованных автором работах общим объемом 2,6 п. л., (в том числе в 2-х из списка изданий ВАК РФ, рекомендованных для защиты докторских и кандидатских диссертаций).

Структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Текст – 162 страницы, список литературы – 163 источника.

1. Теория контрактных отношений и трансакционных издержек: возможности использования для анализа организации финансового рынка

1.1. Институциональный подход к исследованию организации финансового рынка

Исследование организации финансового рынка мы будем осуществлять с целью идентификации институтов данного рынка, складывающихся в условиях трансформационной экономики. Организация финансового рынка во многом предопределяет эффективность трансформации экономики России, а также ее включения в глобальные процессы.

Понимание организации финансового рынка предполагает уточнение понятий «рынок», «финансовый рынок» и «организация финансового рынка». Сразу оговоримся, что, в зависимости от того, какие цели ставит перед собой исследователь, дается и определение данных понятий. Многообразие целей определяет и многообразие определений тех или иных понятий.

Для целей изучения организации финансового рынка нам представляется актуальным определение рынка, содержащееся в книге О. Уильямсона «Экономические институты капитализма». «Рынок – арена, на которой автономные стороны вступают в отношения обмена»[1]. Классические рынки, которые О. Уильямсон относит к активному типу (т.е. типу, близкому к состоянию совершенной конкуренции), характеризуются большим числом покупателей и продавцов на каждой стороне трансакции. Эти экономические субъекты рынка с целью снижения издержек, упорядочивают свои взаимоотношения в первую очередь посредством такого института как институт контрактов.

[1] Уильямсон О. Экономические институты капитализма. Фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация / Уильямсон О.; пер. с англ. Ю.Е. Благова, В.С. Катькало, Д.С. Славнова, Ю.В. Федотова, Н.Н. Цытович. – СПб.: Лениздат; CEV Press, 1996. С. 689.

Понятие «рынок» в рамках классического и неоклассического анализов[1] мы здесь специально не рассматриваем. Вместе с тем, отдельные принципы неоклассического анализа, в частности принципы экономического поведения субъектов рынка, соединенные с теорией издержек трансакции, имеющие первостепенное значение для изучения организации финансового рынка в России (в частности Forex), нами будут рассматриваться ниже.

В своем исследовании мы придерживаемся современного подхода к пониманию рынка, который не противопоставляет неоклассический и институциональный подходы, а отмечает их значимость для анализа сложного современного мира взаимоотношений экономических агентов.

Далее определимся с самим понятием «финансовый рынок». С точки зрения *макроэкономических функций и целей* общепринятое определение финансового рынка следующее: финансовый рынок рассматривается, прежде всего, как институт инвестирования (в том числе коллективного) в экономике, обеспечивающий ее рост. Финансовые рынки - это особые сферы движения денежных средств, удовлетворяющие целевые потребности экономической системы общества в финансовых ресурсах[2].

Финансовый рынок с точки зрения институционального подхода представляет собой *систему экономических отношений*, возникающих между участниками рынка (субъектами) по поводу предоставления сберегателями временно свободных денежных средств инвесторам с целью извлечения дохода. Таким образом, товаром на финансовом рынке являются денежные средства, которые одни участники рынка передают другим за определенную плату. В определенных секторах экономики возникает избыток финансовых средств, в других – недостаток. В связи с этим идет перелив капитала из одного сектора в другой. Это наиболее традиционная функция финансового рынка как рынка ссудного

---

[1] Классический рынок – это мир сделок, где действует, по выражению Адама Смита, естественный порядок на основе принципа естественной свободы. Это рынок в мире беззатратных трансакций, т.е. сделок с нулевыми издержками и без какой-либо системы личных отношений или кооперации.

[2] См., например, Красавина Л.Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Красавина Л.Н.; Финансы и статистика. М., 2007.; Михайлов Д.М. Мировой финансовый рынок: Тенденции и инструменты / Михайлов Д.М. М., Изд-во Экзамен, 2000.; Балабанов И.Т. Финансовый менеджмент / Балабанов И.Т.; М.: Финансы и статистика, 1997.; Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг / Мишарев А.А.; – СПб.: Питер. 2007.

капитала. Отсюда можно сформулировать основную задачу организации финансового рынка**:** *организация финансовых потоков для более эффективного функционирования экономики.* Соответственно, для решения этой задачи складывается определенная система институтов финансового рынка.

В научной литературе термин финансовый рынок употребляется в разной трактовке. Понятия «фондовый рынок», «валютный рынок», «рынок ссудных капиталов» зачастую разделяются и рассматриваются в отдельности. При этом, например, термины: «финансовый рынок» и «кредитный рынок»; «финансовый рынок» и «фондовый рынок»; и т.д. употребляются как синонимы. Чаще же всего финансовый рынок рассматривается как единое целое, и его структура представлена так: рынок ссудного капитала (кредитный рынок), фондовый рынок (как биржевой, так и внебиржевой), валютный рынок, страховой рынок[1] Данное понимание финансового рынка как единого целого, на наш взгляд, вполне оправдано, т.к. в совокупности эти понятия отражают взаимосвязанность, взаимодополняемость и взаимозаменяемость всех его частей. С особой четкостью эти характеристики финансового рынка проявляются в условиях интернационализации и глобализации.

В узком смысле понятие финансового рынка можно относить к его отдельным секторам, которые характеризуются специфичностью сделок и инструментов. Например, становление самостоятельного валютного рынка как отдельного сегмента финансового рынка произошло в 70-е годы XX столетия в связи с переходом на режим плавающих курсов. С тех пор валютный рынок функционирует как самостоятельный рынок с собственным набором инструментов и правил. 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 валют-

[1] Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг / Мишарев А.А.; – СПб.: Питер. 2007. С. 12,13.

ного капитала. Именно на валютном рынке происходит согласование интересов продавцов и покупателей валютных ценностей»[1].

Для целей изучения организации рынка, *валютный рынок мы понимаем как рынок, на котором происходят сделки с валютой, организованные по определенным правилам в целях снижения издержек трансакции, что обеспечивает непрерывность сделок и возможность наращивания дохода.* Валютный рынок можно отнести к понятию активный рынок (по терминологии О. Уильямсона)[2], который характеризуется большим числом покупателей и продавцов.

Однако рассматривать развитие валютного рынка вне связи с развитием банковской системы невозможно, т.к. валютный рынок с точки зрения его субъектов - это в первую очередь межбанковский рынок. Инфраструктура и инструментарий сделок на валютном и фондовом рынке во многом схожи, характеризуются взаимопроникновением и взаимной дополняемостью. Поэтому, на наш взгляд, нет непреодолимых противоречий в использовании термина «финансовый рынок» применительно к отдельному сегменту рынка или же к рынку в целом.

Важно также определиться с использованием понятий «денежный рынок» (рынок денег) и «валютный рынок». Разночтения в понятиях в основном связано с понятием «валюта» и относится к тем временам, когда исследование экономических систем осуществлялось с точки зрения их открытости или замкнутости. Под валютой в строгом смысле этого слова понимаются национальные деньги, используемые в международных экономических отношениях. Однако в условиях интернационализации, интеграции и открытости национальных хозяйств валютные границы постепенно стираются, и такое строгое определение валюты утрачивает смысл. Появление региональной валюты «евро» приближает мир к появлению мировых денег, когда понятие валюта исчезнет совсем.

---

[1] Захаров А. Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка / Захаров А., Кириченко Д., Челмодеева Е.; – 2-е изд., перераб. и доп. – М.,. Международная Ассоциация Бирж стран СНГ. 2002. С. 9.

[2] Уильямсон О. Указ. соч. С. 689.

Переход к свободной конвертируемости национальных денег также стирает четкие грани между понятиями денежный рынок и валютный рынок. Можно предположить, что когда-нибудь мир придет к единым деньгам и тогда исчезнет различие между понятиями «деньги» и «валюта», исчезнет и сам валютный рынок. И, как предположил Нобелевский лауреат Роберт Манделл, человечество уже к 2050 г. может вплотную подойти к мировой валюте – интор или глобале. Она должна объединить доллар, евро и иену, а также те валюты или валютные зоны, которые будут готовы войти составляющими частями в новую валюту. Остальные регионы и страны станут валютными придатками развитого мира[1].

Однако это может произойти еще очень не скоро, и пока валютный рынок функционирует как самостоятельный сегмент финансового рынка. Валютный рынок – это рынок сделок с валютой. Его можно рассматривать и как международный рынок (Forex), и как часть национальной денежной системы, т.е. как рынок сделок с иностранными денежными активами.

Отличие валютного от денежного рынка заключается в том, что валютные рынки обслуживают международный платежный оборот, связанный с оплатой денежных обязательств юридических и физических лиц разных стран. А поскольку отсутствует общепринятое для всех стран платежное средство, необходимым условием расчетов по внешней торговле, инвестициям, межгосударственным платежам является обмен одной валюты на другую в форме покупки или продажи иностранной валюты плательщиком или получателем.

Валютные рынки – это рынки, где совершаются сделки купли-продажи валют на основе спроса и предложения. Заметим, что в России сделки на валютном рынке получили более широкое распространение, и сам валютный рынок развивается ускоренными темпами по сравнению с фондовым рынком (См. Приложение 1).

Развитие валютного рынка в России позволяет решать и задачу превращения национальной валюты – российского рубля – в качественно новое состоя-

[1] Шаповалов А. Планетарная валюта вместо доллара // Шаповалов А.; Российская газета. 8 февраля 2002 г.

ние «конвертируемости». Здесь решающее значение приобретает достижение высокой ликвидности валютного рынка и создание эффективной системы управления валютными рисками[1]. В данной работе проблемы, связанные с конвертируемостью национальной валюты, не рассматриваются, хотя решение задачи высокой ликвидности и управления валютными рисками достигается, в том числе и за счет развития Forex. Развитие Forex в России также открывает доступ к международной ликвидности.

Отметив, что финансовый рынок характеризуется взаимозависимостью и взаимной заменяемостью всех его частей, дальнейший анализ можно сосредоточить на каком-либо одном сегменте данного рынка. В нашем исследовании термины «финансовый рынок», «валютный рынок» рассматриваются как синонимы, если это не будет оговариваться специально. Эмпирическая часть будет представлена в первую очередь исследованием организации валютного рынка (Forex) в России. Финансовый рынок будет рассматриваться как *институт сделок и как организация (взаимодействие) экономических субъектов по поводу осуществления сделок с целью снижения издержек трансакции, что позволяет субъектам реализовать свои цели (обеспечить непрерывность трансакций и возможность наращивания дохода).*

От понятия «организация финансового рынка» следует отличать понятие «инфраструктура финансового рынка»[2]. Не отрицая взаимосвязанность этих понятий, следует заметить, что термин инфраструктура в большей степени относится к формированию условий производства и воспроизводства финансовых услуг данного рынка. Без создания этих условий не может функционировать ни один рынок. К ним мы относим банки, биржи и различные финансовые компании, оказывающие посреднические услуги в организации перетока, распределения денежного капитала от поставщиков к потребителям финансовых ресур-

---

[1] Потемкин А. Инфраструктура валютного рынка: на пути к конвертируемому рублю // Потемкин А.; Рынок ценных бумаг. 2005. № 1.

[2] В качестве серьезного исследования институциональной инфраструктуры современного фондового рынка и его трансформации, в том числе и российского, можно рассматривать, например, исследование ученых Института Мировой экономики и М еждународных отношений (ИМЭМО) РАН: Мировой фондовый рынок и интересы России/ {Отв.ред. Д.В.Смыслов}; Ин-т мировой экономики и международных отношений. – М.: Наука, 2006.

сов. Безусловно, они также относятся к экономическим субъектам финансового рынка и их необходимо рассматривать и как субъект инфраструктуры и как субъект организации финансового рынка. Поэтому в данной работе элементам инфраструктуры будет уделяться определенное внимание с точки зрения важности их в формировании правил упорядочивания отношений между участниками финансового рынка.

Теперь нам надо определиться с понятием «организация финансового рынка». Для целей нашего исследования в понимании организации рынка вообще мы будем придерживаться подхода, представленного в трудах Рональда Коуза, Джона Р. Коммонса, Оливера И. Уильямсона, Дугласа Норта, Эрика Г. Фуруботна и Рудольфа Рихтера, получившего в современной экономической литературе всеобщее признание[1]. Этот подход предполагает изучение экономической организации (в том числе и организации рынка) с точки зрения единой концепции минимизации трансакционных издержек.

Общим для понимания организации в любом ее проявлении является изучение организации как *системы упорядочивания, координации и согласованности с целью снижения трансакционных издержек, что позволяет экономическим субъектам обеспечить непрерывность сделок, а также возможность наращивать их объемы.* В понимании трансакционных издержек мы будем придерживаться определения, данного О. Уильямсоном, который в самом общем виде понимает под трансакционными издержками все затраты, связанные с осуществлением трансакций, т.е. – это «ex ante издержки, связанные с составлением проекта договора, ведением переговоров и обеспечением *гарантий* соглашения, и в особенности ex post издержки, связанные с неэффективной адаптацией и корректировкой договора и возникающие, когда реализация контракта

[1] Коуз Р. Фирма, рынок и право / Коуз Р.; М., Дело.1993. Commons J.R. Institutional Economics. // American Economic Review. 1931. V.21. P.648-657. Уильямсон О. Экономические институты капитализма. Фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация / Уильямсон О.; пер. с англ. Ю.Е. Благова, В.С. Катькало, Д.С. Славнова, Ю.В. Федотова, Н.Н. Цытович. – СПб.: Лениздат; CEV Press, 1996. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Норт Д.; Пер. с анг. Нестеренко А.Н. –М: Фонд экономической книги «Начала». 1997. Фуруботн Э.Г. Институты и экономическая теория: Достижения новой институциональной экономической теории / Фуруботн Э.Г. и Рихтер Р.; Пер. с англ. под ред. В.С. Катькало, Н.П. Дроздовой. СПб.: Издат. Дом Санкт-Петерб. гос. ун-та. 2005г.

сбивается с установленного курса в результате пробелов в договоре, ошибок, упущений и непредвиденных внешних возмущений. Это затраты на управление экономической системой» (подчёркнуто мной – Д.П.)[1].

Поскольку важными для нашего исследования будут неформальные правила (институты) организации рынка, определяемые во многом экономическим поведением индивидов, социальный аспект в понимании трансакционных издержек нами выделяется особо. Э. Г. Фуруботн и Р. Рихтер подчеркивают, «что рынок лучше всего рассматривать как социальное устройство, облегчающее *повторяющийся обмен*, в котором участвует множество сторон (в отличие от случайного обмена между индивидами). Организация «рынок» состоит из набора правил (институтов) в совокупности с людьми, создающими и применяющими эти правила для торговли определенными видами товаров»[2]. К неформальным правилам институциональная теория относит «общепринятые условности и кодексы поведения»[3], или правила, существующие в памяти участников различных социальных групп, в роли гаранта которых выступает *любой участник группы*, заметивший их нарушение[4].

Для анализа организации Джон Р. Коммонс предложил использовать *микроаналитический подход* и в качестве базовой единицы анализа использовать трансакцию (сделку) между экономическими субъектами. «Но наименьшей единицей измерения институциональной экономики является единица деятельности – трансакция с ее участниками»[5].

«Трансакция имеет место тогда, когда товар или услуга пересекает границу смежных технологических процессов»[6]. В этом случае экономическая организация понимается «… не просто как результат действия технологических факторов…, а как явление, призванное гармонизировать отношения между участниками сделки, находящихся в состоянии реального или потенциального кон-

---

[1] Уильмсон О. Указ. соч. С. 690.
[2] Фуруботн Э. Указ. соч. С. 356-357.
[3] Норт.Д. Указ.соч. С. 18, 36-66
[4] Шаститко А.Е. Новая институциональная экономическая теория / Шаститко А.Е.; - М.: ТЕИС, 2002. Гл.3,4,5.
[5] Коммонс Дж. Р. «Институциональная экономика» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fakultet.net/downloads-file-30.html
[6] Уильямсон О. Указ. соч. С. 690.

фликта»[1]. При хорошо организованных рынках эти переходы происходят гладко, т.е. с наименьшими издержками. Понимание организации как формы упорядочивания отношений между хозяйствующими субъектами (в том числе между индивидами) по поводу заключения и исполнения сделки обмена и будет принято нами в качестве отправного.

Однако современный финансовый рынок нельзя сводить только к собственному пониманию сделки как совокупности отношений между продавцами и покупателями. Совершение сделки обмена является завершающим процессом, когда контрагенты реализуют свои цели. Рынок как совокупность сделок следует рассматривать как постоянно развивающуюся «большую информационную систему»[2], где рыночные и контрактные отношения дополняют друг друга.

Поскольку современный финансовый (валютный) рынок – это рынок, на котором преобладают электронные сделки, то информации здесь отводится ключевая роль. Внедрение информационно-коммуникационных технологий (ИКТ) и электронных торговых систем (ЭТС) приводит к революционным изменениям в сборе, передаче, обработке и использовании информации, а также к *институциональным сдвигам* в экономических системах, к радикальному снижению трансакционных издержек. В современных исследованиях рынков поиску, доступу к информации, и ее распределению между экономическими субъектами порой придается решающее значение. Важнейшим атрибутом современной финансовой сделки является *доступ* к Сети Интернет (далее Сеть) и соответственно к информации в Сети. Когда он обеспечен контрактами, экономический агент действует в системе равного и удаленного распределения информационных ресурсов.

Е. Калугин, исследуя проблемы формирования «электронного государства» России, отмечает, что существует достаточно высокий уровень монополизации сетей связи, приводящий, в частности к перекосам в тарифной политике. Е.Калугин отмечает, что в условиях проблемы цифрового неравенства и отста-

---

[1] Уильямсон О. Указ. соч. С. 30.
[2] Акулов. В.Б. Теория организации: Учеб. пособие. 2-е изд. доп. / Акулов. В.Б., Рудаков М.Н.; ПетрГУ. Петрозаводск. 2001. С. 61.

вания России от высокоразвитых стран по формированию современной ИКТ вопрос о создании эффективной среды информационного обмена становится ключевым для России. Он делает вывод о том, что сегодня необходим программный подход к созданию «электронного государства»[1].

Подробнее роль информации и контрактных отношений в организации финансового рынка мы рассмотрим ниже.

При исследовании проблем организации, как отмечал О. Уильямсон, «особый интерес представляет *изменяющийся во времени* характер экономической организации…»[2]. На развитие организации финансового рынка, в последние десятилетия определяющее влияние оказывают процессы интернационализации и глобализации.

Весь XX век проходил под знаком интернационализации и глобализации, определяющих развитие и сегодня. Определения термина «глобализация» характеризуется многообразием в зависимости от того, какие цели ставит перед собой исследователь. Суть процесса глобализации также трактуется поразному. Нам близка позиция авторов исследования Института Мировой экономики и Международных отношений Российской Академии Наук (ИМЭМО РАН), в которой подчеркивается связь процесса глобализации и интернационализации экономик[3].

Ряд исследователей современные процессы экономической глобализации связывают в первую очередь с финансовой глобализацией[4]. Под финансовой глобализацией понимается немедленный доступ к максимальному объему информации, а также к глобальному рынку капитала. На этапе интернационализации экономики национальные финансовые рынки становятся частями единого интегрированного финансового рынка.

---

[1] Калугин Е. Создание электронного государства России // Калугин Е.; Проблемы теории и практики управления. 2007.№ 1.
[2] Уильямсон О. Указ. соч. С. 50.
[3] Мировой фондовый рынок и интересы России. М., Наука. 2006. С. 6.
[4] Евстигнеев В. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии / Евстигнеев В.; – М.: Эдиториал УРСС, 2002.С.227-243.

Финансовая глобализация – один из самых динамичных процессов, который сопровождается размыванием границ, дерегулированием, либерализацией и значительными институциональными изменениями. Институты финансового рынка являются уже скорее результатом интеграционного (межнационального) развития, нежели национального.

В. Евстигнеев отмечает: «Рост объема информации ведет к стихийному формированию новой сложной структуры взаимоотношений и неписанных правил (подчеркнуто мной Д.П.) принятия решений в мировой финансовой сфере»[1]. Обосновывается это тем, что по мере роста объемов перерабатываемой информации, возрастает сложность принятия решений, отсюда рациональные субъекты вынуждены зачастую действовать в условиях ограниченной рациональности, ситуативно обусловленной[2].

Глобализация финансового рынка заставляет национальные власти приспосабливаться и осуществлять преобразования. По мнению ученых ИМЭМО РАН, сегодня процессы глобализации финансовых рынков опережают процессы адаптации национальных экономик в некоторых странах, что углубляет противоречие между ними[3]. Заметим, что наибольшее отставание имеет место именно в становлении институциональной среды, в выработке правил, определяющих взаимоотношения субъектов финансового рынка. В дальнейшем влияние глобализации мы будем учитывать, прежде всего, с точки зрения институциональных изменений, процесса адаптации, а также для понимания его влияния на границы организации финансового рынка.

Итак, *под организацией финансового рынка мы понимаем упорядочивание, согласованность и координацию элементов (субъектов) рынка.* В определении организации современного финансового рынка процесс согласованности, координации и взаимодействия *экономических субъектов рынка* с целью снижения издержек трансакции, имеет решающее значение, т.к. финансовая сфера является одной из самых трансакционно-затратных.

---

[1] Евстигнеев В. Указ.соч. С.232
[2] Там же. С. 233.
[3] Мировой фондовый рынок. Указ. соч. С. 15.

Задача снижения трансакционных издержек наиболее сложно решается в экономиках, переживающих трансформацию, т.к. возрастание роли государства в организации рынков неизбежно сопровождается ростом трансакционных издержек. Чем выше издержки на координацию, тем больше экономические агенты будут стремиться к поиску путей их снижения.

Упорядочивание и координация с целью снижения трансакционных издержек, по мнению О. Уильмсона, достигается «путем дифференцированного закрепления трансакций (различающихся по своим атрибутам) за структурами управления ими (неодинаковыми по своим способностям к адаптации и по затратам на их функционирование)»[1]. Об этом же писал и Д. Норт, отмечая значение «третьей силы» в процессе координации: «…сложное взаимодействие между людьми трудно поддерживать без третьей силы, следящей за тем, как стороны выполняют условия соглашений»[2].

Под «структурами управления» мы понимает не только институт государства и его структуры, но и институты организации и самоорганизации, обеспечивающие поддержание «добровольного правового порядка»[3]. «В результате деятельности частных лиц соты правового порядка, созданные государством, заполняются сетью полных (классических) контрактов между индивидами. В совокупности эти контракты образуют «добровольный правовой порядок», который спонтанно строится снизу максимизирующими полезность индивидами»[4]. Подчеркнем специально, что под институтами самоорганизации мы понимаем «добровольный правовой порядок», который «строится снизу» деятельностью частных лиц (предпринимателей и индивидов), что минимизирует и макроэкономические затраты на организацию.

Выработка правил на уровне экономических субъектов (самоорганизация) снижает издержки трансакции и, соответственно, в целом макроэкономические издержки.

---

[1] Уильямсон О. Указ. соч. С. 52.
[2] Норт Д. Указ. соч. С. 31.
[3] Фуруботн Э. Указ. соч. С. 18.
[4] Там же. С. 18.

Итак, подчеркнем важнейшие выводы, следующие из представленного выше рассмотрения понятия «организация финансового рынка» с точки зрения институционального подхода.

В определении сущности понятия «организации современного финансового рынка» процесс согласованности, координации и взаимодействия экономических субъектов рынка с целью снижения издержек трансакции и гарантий их непрерывности, имеет решающее значение. Задача снижения трансакционных издержек наиболее сложно решается в экономиках, переживающих трансформацию, т.к. институциональная среда лишь формируется.

Макроэкономические затраты на организацию, т.е. на упорядочивание, согласованность и координацию субъектов финансового рынка, неизбежно будут возрастать. По мере повышения роли государства в организации финансового рынка, будут расти и затраты. Поэтому, в некоторых развитых странах (США, Канада, Великобритания, Австралия и др.) преобладающим подходом является отказ государства от прямого участия в организации финансовых рынков («дерегулирование») и ориентация на массового инвестора.

Организация финансового рынка, рассматриваемая как *самоорганизация* экономических субъектов, предполагает развитие неформальных институтов как правил «добровольного правового порядка», т.е. как институтов, которые позволяют сокращать издержки на управление (организацию).

Более подробному рассмотрению правил организации и самоорганизации-субъектов финансового рынка с точки зрения снижения издержек трансакции и их непрерывности посвящены следующие разделы.

1.2. Организация финансового рынка: экономические субъекты и институты (на примере Forex)

Институциональный анализ организации финансового рынка предполагает идентификацию институтов данного рынка и выделении их координирующих и стимулирующих функций. Координирующее значение институтов финансового

рынка состоит в том, что они выступают как ограничения в нерациональном поведении экономических субъектов и, следовательно, организуют рынок для выполнения общественной функции. Стимулирующая роль институтов будет состоять в эффективной организации обменов (трансакций), что позволит экономическим субъектам реализовать свои цели на основе снижения издержек трансакции. Прежде чем решать эту задачу необходимо идентифицировать основных экономических субъектов как главных игроков в данном секторе, в том числе и в условиях адаптации к изменениям.

В данной работе мы не будем углубляться в исследование места и роли всех субъектов финансового рынка[1]. В литературе приводятся самые разные классификации «игроков» финансового рынка в зависимости от функций и целей каждого из них. Назовем лишь основные группы, необходимые нам для анализа организации финансового рынка, в том числе Forex.

Современный финансовый рынок представляет собой совокупность отдельных секторов, на которых действуют различные экономические субъекты (см. Приложение 2).

Расширение функций финансового рынка, многообразие целей, скачкообразный рост разнообразных финансовых инструментов приводит к появлению, с одной стороны, все новых и новых секторов финансового рынка, а с другой стороны, в условиях внедрения ИКТ, интернационализации и глобализации, финансовый рынок как внутри национальных хозяйств, так и на наднациональном уровне, становится все более интегрированным и единым, *уменьшая сегментированность финансового рынка в целом.* Поэтому финансовый рынок сегодня часто рассматривается как единая система сделок, расчетов и правил.

В национальных хозяйствах можно выделить четыре основных сектора, чтобы проследить движение финансовых средств: домохозяйства, коммерческие фирмы, государственный сектор и финансовые посредники. (См. прило-

[1] В литературе существуют многообразные схемы классификации участников финансового рынка по их функциям и целям. В работе употребляются самые разные термины, обозначающие экономических субъектов финансового рынка: агенты, игроки, участники и пр. Мы будем их считать синонимами.

жение 2). В итоге по всем секторам экономики сумма сбережений (финансовых активов) равна сумме инвестиций (финансовых обязательств).

Основными действующими лицами финансового рынка являются: домашние хозяйства, коммерческие банки, предприятия, фирмы, организации, небанковские финансовые учреждения и центральные банки.

В самом общем виде экономических субъектов финансового рынка можно представить следующими основными группами:

- *инвесторы*, в роли которых могут выступать государство, юридические и физические лица, располагающие свободными финансовыми ресурсами, направляемыми на соответствующие рынки в целях последующего извлечения прибыли;

- *распорядители*, в роли которых могут выступать специализированные финансовые структуры (банки, пенсионные и страховые компании, биржи, внебиржевые системы, и т.д.), осуществляющие мобилизацию финансовых ресурсов инвесторов и обеспечивающие их распределение среди пользователей за соответствующую плату, часть из которых составляет их собственное комиссионное вознаграждение.

- *пользователи* – государство, юридические, физические лица, приобретающие на различных основаниях необходимые им финансовые ресурсы, на соответствующем финансовом рынке и оплачивающие право на их использование.

Коротко рассмотрим главных экономических субъектов финансового рынка с точки зрения организации взаимоотношений между ними (Приложение 3). Все экономические субъекты выстраивают отношения друг с другом на финансовом рынке таким образом, чтобы снизить риски (трансакционные издержки) размещения своих денежных средств, обеспечить непрерывность совершения трансакций, и, в конечном счете, максимизировать доход[1].

[1] Приведенную классификацию субъектов рынка вполне можно применить к финансовому рынку в целом и отдельным его сегментам.

Для целей нашего исследования рассмотрим тех профессиональных участников финансового рынка, которые предоставляют «самый малозатратный» *доступ* на финансовый рынок, то есть организуют обмены (сделки) с более низкими трансакционными издержками. В этой системе взаимоотношений нас особенно интересует позиция индивидуального инвестора.

Основной принцип управления финансовыми ресурсами на финансовых рынках, заключается в том, что сумма общего убытка за отчетный период не должна (в худшем случае) превышать общую сумму дохода от размещения денежных средств в безрисковые финансовые инструменты за тот же период времени. Соответственно этому принципу профессиональные участники рынка организуют свои взаимоотношения с клиентами.

Брокер (**дилинговый центр**) - это профессиональный посредник, совершающий операции на финансовых рынках с целью получения дохода. Брокер занимается покупкой и продажей финансовых инструментов по поручению клиентов и за их счет. Он не является собственником денежных средств и за свою работу получает вознаграждение в виде комиссионных. Клиентами брокера могут быть как физические лица, так и фирмы.

По мере развития электронного трейдинга на финансовом рынке меняются методы работы брокера – особое значение приобретают электронные системы и их характеристики. Теперь многое зависит от скорости работы такой системы, количества заявок, которые она может разместить, её надёжности. В случае с электронным трейдингом, можно говорить об электронных брокерских системах (ЭБС) внебиржевого и биржевого рынков. В качестве ЭБС рассматриваются торговые системы, сводящие покупателей и продавцов, предоставляющие свои площадки для электронного трейдинга. Понятие ЭБС охватывает как системы, работающие через специализированные биржевые терминалы, так и системы, обеспечивающие доступ к рынкам через Интернет – интернет-брокерские системы (см. ниже применительно к валютной сделке).

В каждом дилинговом центре со временем складывается свой собственный стереотип поведения на рынке среднестатического клиента. От этого стереоти-

па зависит то, каким образом дилинговый центр (брокер) выводит (или не выводит) клиентские позиции на внешний рынок для наибольшей эффективности, рентабельности и минимизации рисков бизнес-процесса. В наибольшей степени это относится к электронному Forex.

Трейдеры. Трейдеры являются профессиональными участниками и основными игроками на биржевом и внебиржевом рынках. Трейдеры – это обычно высокообразованные люди с высокой самодисциплиной. Трейдеры подразделяются на два типа: инвесторы и спекулянты.

Инвесторы — участники рынка, занимающие долгосрочные позиции, иногда открытые несколько лет. Возможность проигрыша первоначальной суммы денежных средств, для них практически равна нулю, за исключением случаев полного банкротства компании или мошеннических действий. Инвесторы из всех возможных рисков выбирают наименьший (см. Приложение 4). Спекулятивные цели здесь отсутствуют.

Спекулянты — участники рынка, занимающие, как правило, краткосрочные позиции. Самое главное отличие между спекулянтами и инвесторами - срок держания инструментов. Конечно, ясной границы между понятиями нет, но можно построить грубое соотношение: чем меньше время держания, тем более спекулятивным является поведение трейдера и наоборот. Спекуляция – это игра с нулевой суммой. Спекулянты выигрывают за чей-либо счет. Направление же изменения цены чаще создают инвесторы.

Игроки — участники рынка, идущие на любой риск, *не просчитывающие* свои действия (издержки). Такие участники при неблагоприятном стечении обстоятельств могут довольно быстро проиграть. Многие участники рынка называют себя спекулянтами, а на практике часто бывают игроками, нарушая основной принцип отличия спекулянта от игрока – *просчитанный* уровень возможного убытка по сделке. Можно также сказать, что некоторые игроки — это временно недисциплинированные инвесторы и спекулянты. Таким образом, игроки это те, кто может нести в краткосрочной перспективе значительные потери (издержки). Агрессивным игрокам на рынке интересны не дивиденды на

приобретаемые ими ценные бумаги, а прибыль, полученная, например, в результате так называемой курсовой разницы – роста или падения купленной (или, соответственно, проданной) бумаги или валюты.

Хеджеры — особые профессиональные участники рынка, выходящие на него только для хеджирования (страхования) определенных рисков, связанных с основным видом деятельности. Вне зависимости от ситуации на рынке они не несут убытков по своему основному бизнесу. Иногда хеджиры могут выступать в качестве спекулянтов, но они никогда не будут выступать в роли игроков.

В долгосрочном плане выгоднее всего быть инвестором. По исследованиям П. Кравченко, из 100 инвесторов (частных лиц) получают прибыль в долгосрочном плане как минимум 75% и выше. Из 100 спекулянтов (также частных лиц) получают прибыль не более 20% ; большая их часть не получают прибыль и даже терпят убытки из-за неосознанного перехода в лагерь игроков. Из 100 игроков в долгосрочном плане получают прибыль не более 3% [1]. Подобные данные применительно к Forex будут приведены в главе 3.

На рынке часто бывает ситуация, когда спекулянт на какой-то момент становится игроком. Это происходит в том случае, когда на некоторое время открытая позиция остается без приказа об остановке возможных потерь.

Таким образом, финансовый рынок – это сложная система взаимоотношений между экономическими субъектами этого рынка. Все субъекты являются одинаково значимыми и без любого из них финансовый рынок просто перестанет существовать или сузится. Предприятия и организации находятся в самом начале и конце цепочки, так как они являются эмитентами ценных бумаг и основными потребителями денежных средств. Ценные бумаги попадают на фондовую биржу, где и котируются. Население – это инвесторы, которые обладают деньгам, необходимыми для предприятий и организаций. Банки могут выступать как в качестве инвестора, так и в качестве посредника между населением и организациями. Управляющие компании – это профессиональные участники

[1] Кравченко П.П. Образовательный курс финансового управляющего // Кравченко П.П.; Финансовый менеджмент. 2001, №5.

финансового рынка. Они принимают денежные средства в доверительное управление от инвесторов. В управляющих компаниях работают трейдеры, которые непосредственно и осуществляют управление денежными средствами. Брокер (дилинговый центр) является посредником между трейдером и биржой, который предоставляет непрерывный доступ на биржу.

Особое место среди действующих лиц финансового рынка занимают такие институты, которых можно отнести к группе **регуляторов**: центральные банки, правительственные структуры, в некоторых случаях - саморегулируемые организации. Под регулятором мы понимаем структуру управления («третью силу»), специализированная деятельность которой направлена на *гарантии и защиту правил.* Регулятор на финансовом рынке – это гарант и защитник правил рынка.

Как мы уже отмечали, современный финансовый рынок характеризуется появлением все новых и новых сегментов и финансовых инструментов. Соответственно плодились и финансовые регуляторы, осуществляющие надзор за различными секторами финансового рынка и финансовыми институтами. Это значительно увеличивало затраты на управление. А поскольку интернационализация и глобализация делают финансовый рынок все более интегрированным, то, в целях экономии, многие страны стали переходить к единому регулятору – мегарегулятору. В России также проблема перехода к единому регулятору является актуальной и активно обсуждается[1].

Вопросы, касающиеся формирования институциональной среды и роли некоторых из регуляторов в организации финансового (валютного) рынка будут рассмотрены ниже.

Сложная система взаимоотношений между субъектами финансового рынка выступает как совокупность сделок, а также правил их организации - институтов. Решение задач организации финансового рынка обусловлено эффективно-

---

[1] Лысихин И. Who is мегарегулятор? // Лысихин И.; Рынок ценных бумаг. 2007, № 5. Коланьков А. «Пути взаимодействия ФСФР и СРО // Коланьков А.; Рынок ценных бумаг. 2007, № 15. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Миркин Я.М.; М.: Альпина Паблишер, 2002.

стью складывающейся системы институтов как формальных, так и неформальных. Эффективность функционирования институтов заключается в снижении трансакционных издержек для обеспечения гарантий исполнения и непрерывности сделок.

Прежде чем рассматривать Forex как совокупность сделок, необходимо дать его характеристику и определить его основных участников.

Международный валютный рынок Forex – это в основном межбанковский рынок текущих конверсионных операций, сформировавшийся в 70-е годы, когда международная торговля перешла от системы фиксированных курсов к системе плавающих обменных курсов валют. При этом курс одной валюты относительно другой определялся рыночными условиями, то есть соотношением спроса и предложения.

До появления информационно - коммуникационных технологий (ИКТ) на валютном рынке преобладали двусторонние отношения обмена валюты между контрагентами - банками. Технологической и информационной основой сделок выступали банковские системы расчетов и обмена информацией. Это был период в основном телефонного рынка. Организация валютного рынка в этот период определялась системой стандартов и правил национальных регуляторов – Центральных банков, а также системой международных правил, устанавливаемых, например, МВФ. Европейская валютная система (за исключением Великобритании и ряда других стран) с конца 60-х гг. XX века стала интегрироваться в единую региональную валютную систему с собственным набором правил и стандартов.

С появлением Интернет как технологические, так и экономические характеристики Forex существенно изменились.

В 1994 г. дебютировала онлайновая система торговли валютой, тогда же была проведена первая онлайновая операция на Forex. С того времени рынок стал расти очень быстро и его общий оборот сегодня составляет несколько триллионов долларов ежедневно.

Среднедневной оборот мирового валютного рынка, млрд дол.*

Табл. 1

Вид операций	1989 г.	1992 г.	1995 г.	1998 г.	2001 г.	2004г.	2007 г.
Операции спот[1]	317	394	494	568	387	621	1005
Форвардные сделки[2]	27	58	97	128	131	208	362
Валютные свопы[3]	190	324	546	734	656	944	1714
Совокупный оборот	534	776	1137	1430	1174	1773	3081

* Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April2007. Triennial Central Bank Survey. - BIS. - 2007. - Sept.

Основными факторами сокращения почти на 20% оборота мирового валютного рынка в 1998 - 2001 гг. стали: введение евро, растущая доля электронных брокерских услуг на межбанковском спот-рынке, концентрация капитала в банковской сфере и трансграничная консолидация в корпоративном секторе. Рост среднедневного оборота мирового валютного рынка в 2001 - 2004 гг. на 57% компенсировал падение предыдущего периода. Увеличению объема операций на рынке Forex способствовал рост мировой экономики, интерес инвесторов к иностранной валюте как альтернативе вложениям на фондовом рынке и возрастающая роль управляющих компаний и хедж-фондов. В 2007 году по сравнению с 2004 годом оборот вырос на 73%. Свой вклад в такое развитие событий внесли: активная деятельность в сфере слияния-поглощения компаний, увеличение ликвидности за счет роста количества участников в виде различных институциональных домов, автоматизация торгового процесса.

[1] Валютные операции “Спот” - валютные операции, заключающиеся в том, что обмен валют происходит либо в момент заключения сделки, либо по прошествии оного рабочего дня.
[2] Форфардные контракты представляют собой передачу прав и обязанностей в отношении реального товара с отсроченным сроком поставки.
[3] Валютный своп - соглашение на обмен оговоренного объема одной валюты на другую валюту на определенную будущую дату или на определенные будущие даты.

Структура оборота мирового и российского валютного рынка по видам контрагентов*, %

Табл. 2

	Мировой валютный рынок					Российский рынок
	1995 г.	1998 г.	2001 г.	2004 г.	2007 г.	2007 г.
Совокупный объем операций:	100	100	100	100	100	100
- с банками-респондентами:	64,1	63,5	58,7	52,8	43,0	59,8
- с другими КО и финансовыми институтами	20,2	19,5	28,0	33,0	40,0	17,4
- с нефинансовыми организациями (клиентами)	15,7	16,9	13,3	14,2	17,0	22,9

* Рассчитано по данным Bank for International Settlements, -BIS. 2007.-Sept. и Банка России.

Заметим, что растет доля брокерских услуг (статья - с другими КО и финансовыми институтами), и это именно те сделки, где активно стали присутствовать индивидуальные инвесторы. Появление такого института как институт индивидуальных инвесторов можно отнести к ряду значительных институциональных изменений на данном рынке.

В 2002 г. на рынке Forex появляется евро. Евро сейчас является второй наиболее часто используемой экономическими субъектами валютой на международных валютных рынках.

Возможность получения дохода на валютном рынке основывается на том простом факте, что каждая национальная валюта является таким же товаром, как и любой другой товар (пшеница, сахар, золото и т.д.).

Поскольку современный мир интернационализируется, то экономические условия каждой отдельной страны (производительность труда, инфляция, безработица и др.) все больше зависят от уровня развития других стран, а это, в

свою очередь, влияет на стоимость ее валюты относительно валют других стран и является основной причиной изменения валютных курсов.

Российский валютный рынок также развивается ускоренными темпами, хотя по объёму операций он значительно скромнее.

Среднедневной оборот кассовых и форвардных конверсионных операций российского валютного рынка*

Табл. 3

Вид операций	Млрд. дол.	Доля в мировом обороте, %
Операции спот	41,9	4,2
Форвардные сделки	1,1	0,3
Валютные свопы	18,3	1,1
Совокупный оборот	61,3	2,1

* Основные показатели внутреннего валютного рынка России представлены Банком России за апрель 2007 г. по методологии БМР в рамках программы Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity.

Как видно из таблицы, доля внебиржевых операций спот в совокупном обороте российского валютного рынка наиболее значительна. В качестве главных субъектов торговли валютой в России выступают крупнейшие банки с собственными электронными торговыми системами.

К числу основных организаторов торговли на российском валютном рынке относятся биржи. В 1992-1993 гг. по инициативе Центрального банка России были учреждены ММВБ в Москве и ряд региональных бирж, в т.ч. в Санкт-Петербурге. Исторически наши биржи складывались как универсальные биржи. На ММВБ в 1993г. появился первый электронный, информационно-открытый, обеспечивающий участникам свободный доступ, механизм торгов. Правда, это был механизм рынка ГКО. Сегодня биржа ММВБ – крупнейший игрок на всех сегментах финансового рынка (см. Приложение 5).

Среди российских бирж в настоящий момент также биржа «Санкт-Петербург» в рамках группы РТС (см. Приложение 6) развивает проект, целью которого является биржевая форма работы на международном валютном рынке (речь идет о валютных фьючерсах)[1]. Данный проект позволяет включить валютный рынок Forex в российское правовое поле, а также привлечь большее количество мелких участников.

Интеграция на российском финансовом рынке может привести, по мнению ученых из ИМЭМО РАН, к формированию единой национальной биржи России с едиными стандартами и правилами организации сделок на финансовом рынке[2].

Революционный характер изменений проявляется в том, что Интернет открывает *доступ* практически для неограниченного числа инвесторов. Сделки теперь осуществляются на основе *удаленного доступа*. Forex сегодня не является "рынком" в традиционном смысле этого слова. Он не имеет конкретного места совершения сделок, как, например, валютная или фондовая биржа. Это именно арена сделок. Торговля происходит с помощью электронных торговых систем (ЭТС) и через компьютерные терминалы банков, бирж и различных внебиржевых организаций одновременно во всем мире. Так как практически в каждом из часовых поясов (Сидней, Токио, Гонконг, Франкфурт, Лондон, Нью-Йорк и т.д.) есть дилеры, желающие купить или продать валюту, то валютный рынок с появлением Интернет работает 24 часа в сутки, и обмен валюты не прекращается в течение всей рабочей недели. Современный *валютный рынок технологически можно рассматривать как электронную организацию торговли на основе удаленного доступа.*

Основные объемы на рынке Forex делают крупнейшие мировые коммерческие банки, совершая конверсионные операции, как в интересах своих клиентов, так и за свой счет. Тем не менее, прогресс в области компьютерных технологий позволил и в этой сфере финансов найти область приложения для средств

---

[1] Дилинг-центр или Биржа. Новые возможности и перспективы.// ForexMagazine. май 2007, № 172/21. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.fxmag.ru
[2] Мировой фондовый рынок. Указ.соч. С. 165.

более мелких (в том числе индивидуальных) инвесторов. Появляется все большее количество валютных брокеров, банковских и биржевых структур по обслуживанию валютных операций, которые открывают доступ всем частным инвесторам на Forex через Интернет, осуществляя торги. Появляются также специализированные информационные системы, предоставляющие открытый доступ к информации и ее равному распределению. *Складывается глобальная информационная система торговли, открытая для всех.*

Рынок Forex организован *как территориально-распределенный рынок.* Имеется в виду, что рынок Forex – это глобальный рынок, участники которого распределены по всему миру, но совершают операции на единой электронной площадке. Forex представляет собой систему взаимодействующих между собой региональных валютных рынков. Наиболее значительными из них можно считать Азиатский (Токио, Сингапур, Гонконг), Европейский (Лондон, Франкфурт на Майне, Цюрих) и Американский (Нью-Йорк, Чикаго, Лос-Анджелес) рынки. Можно также говорить о существовании национальных валютных рынков (например, валютный рынок России) с широким комплексом валютных операций.

В связи с расположением мировых региональных валютных рынков в различных часовых поясах можно сказать, что международный валютный рынок работает круглосуточно. Свою работу в календарных сутках он начинает на Дальнем Востоке, в Новой Зеландии (Веллингтон), проходя последовательно часовые пояса - в Сиднее, Токио, Гонконге, Сингапуре, Москве, Франкфурте на Майне, Лондоне и заканчивая день в Нью-Йорке и Лос-Анджелесе. В приложении 7 приведены приблизительные часы активности региональных рынков.

Международный рынок Forex выступает в качестве *альтернативного* организатора биржевому рынку. Использование технологий удаленного доступа предоставляет определенные конкурентные преимущества его субъектам, изначально организованных как распределенный рынок. Именно поэтому фондовые биржи, организованные как специализированные рынки по торговле ценными бумагами, в последнее время проявляют большой интерес к внебиржевым (альтернативным) секторам финансового рынка, для которых просто не существует

многих ограничений, например ограничений, связанных с правами собственности на имущество, с конфликтом интересов между владельцами и участниками биржи, с ограничениями в раскрытии и распространении информации. Все это делает операции на фондовой бирже более дорогими и соответственно ограничивает число участников.

Вместе с тем, нельзя не отметить, что биржевой рынок не случайно называется организованным рынком. Он организован по рыночным правилам и принципам. Р. Коуз отмечал, что именно биржи обеспечивают осуществление обмена подробным регламентированием трансакций[1]. Все сделки заключаются и исполняются в правовом поле, механизм ценообразования базируется на рыночных котировках. Правила и регламенты биржи позволяют снижать издержки трансакции и обеспечивать их непрерывность.

Рынок Forex можно также назвать *распыленным* рынком, т.к. его участниками могут стать практически все. Невысокие трансакционные издержки, связанные с организацией торгового места, например, для индивидуального трейдера, позволяют осуществлять операции на этом рынке практически каждому инвестору. Электронный валютный рынок заинтересован в расширении клиентской базы, т.к. чем больше участников непрерывно осуществляют сделки купли-продажи валюты на данной электронной площадке, тем выше ликвидность, тем больше он привлекателен для потенциальных инвесторов. В этом проявляется, по мнению М.В. Грачёвой, эффект сетевой экономической структуры[2]. Полезность пребывания в системе Интернет-трейдинга для каждого возрастает по мере увеличения числа участников.

Но, вместе с тем, распыленность рынка осложняет решение задачи его организации, т.е. задачи гармонизации отношений между многочисленными его участниками. И здесь необходимо найти то самое «тонкое равновесие»[3], при котором выгоды общества в целом, и его индивидов в частности, будут превы-

---

[1] Коуз Р. Указ. соч. С.11.
[2] Грачёва М.В. Электронная торговля ценными бумагами / Грачёва М.В.; См. в книге: Мировой фондовый рынок С. 193-194
[3] Термин Стиглица Дж. Ревущие девяностые. Семена развала / Стиглиц Дж.; Пер.с англ. Г.Г. Пирогов. М.,2005. С. 259-260.

шать издержки на организацию структур управления распыленным рынком (в том числе и издержки, связанные с возникновением монопольной силы на этом рынке).

Развитие рынка Forex, как мы уже сказали, во многом определяется повсеместным распространением ИКТ. Forex технологизируется как «вширь» так и «вглубь». Развитие «вширь» происходит за счет продвижения электронной торговой системы (ЭТС) на рынки все большего количества стран (См. Приложение 8). Кроме того, к ЭТС Forex подключаются и ЭТС фондовых бирж. Это способствует расширению клиентской базы и для тех и для других. Формируется некая сеть с единой торговой площадкой, едиными правилами и стандартами заключения сделок. Унификация правил и стандартов сделок значительно снижает издержки на их организацию.

Технологизация «вглубь» означает *оптимизацию* рабочих правил электронной сделки, т.е. автоматизация расчетов по заключенным сделкам в режиме реального времени, сокращение времени с момента заключения сделки до момента ее исполнения, минимизация рисков и соответственно снижение трансакционных издержек.

Рынок Forex функционирует как большая информационная система, где никогда не заходит солнце.

Исходя из вышеизложенного, современный валютный рынок Forex можно охарактеризовать как:

1) обмен, основанный на технологии удаленного доступа (электронный рынок);
2) обмен, организованный как территориально - распределенный рынок;
3) обмен, предполагающий контакты с большим числом людей;
4) обмен, где партнеры не знакомы друг с другом и где не требуется взаимодействия физических лиц, т.е. это рынок, где обмен выступает как неперсонифицированный обмен;
5) обмен, где сделки одних и тех же партнеров не повторяются, но сами сделки непрерывны, что значительно повышает ликвидность рынка;

6) обмен, где большая часть сделок осуществляется в единой электронной торговой системе. ЭТС существенно увеличивает возможности для непрерывности трансакций и значительно сокращает время на исполнение сделки. Это, в свою очередь, существенно снижает риск неисполнения сделок;
7) обмен, унифицированный по единым стандартам и правилам заключения и исполнения сделок (по Регламенту) в ЭТС. Это существенно снижает издержки на упорядочивание взаимоотношений партнеров и сводит риски конфликтов между ними к нулю.
8) обмен, где, вместе с тем, рыночные риски принимает на себя каждый из участников, поэтому необходимым условием организованности рынка многочисленных, распыленных игроков становятся разделение рисков, индивидуальные модели принятия решений, а также правила самоорганизации.
9) информационная открытость и электронный характер заключения сделок существенно модифицируют роль посредников и регуляторов на данном рынке.

Главные экономические субъекты международного валютного рынка (Forex) – те же, что и на финансовом рынке. Вместе с тем, поскольку это рынок международный, здесь требуются некоторые уточнения и дополнения. Итак, к главным участникам на Forex можно отнести: коммерческие банки, корпорации, осуществляющие внешнеэкономические операции, небанковские финансовые учреждения (страховые компании, управляющие компании и пр.), частные лица, а также центральные банки.

Кратко рассмотрим каждого из этих участников с точки зрения их роли в организации сделок на Forex.

1. Коммерческие банки – центральное звено международного валютного рынка. Они выходят на международный валютный рынок, прежде всего для того, чтобы обеспечить сделки своих основных клиентов – корпораций. Именно банки, в силу многообразия своей клиентуры и операций могут с наименьшими

издержками сводить вместе продавцов и покупателей валют и выстраивать взаимоотношения между ними.

Кроме того, банки могут совершать валютные сделки и для собственных целей. Эти сделки связаны с котированием курсов валют, и на разнице курсов банки извлекают выгоду. «Оптовые» курсы – это межбанковские курсы, т.е. курсы, которые банки запрашивают друг у друга. Это сделки с суммами, исчисляемые в миллионы долларов. «Розничные» курсы – это курсы, устанавливаемые для остальных клиентов, и которые, как правило, менее благоприятны. На разнице курсов банки и формируют прибыль от этого вида бизнеса.

Коммерческие банки и в настоящее время являются главными субъектами международного валютного рынка с точки зрения объемов оборота рынка и объема заключаемых сделок. Вместе с тем, с точки зрения оценки их роли в организации рынка и снижения трансакционных издержек здесь не так все однозначно. В работе Дж. Стиглица убедительно показано, что в последние десятилетия именно банки в погоне за «деланием денег» превзошли всех. Дж. Стиглиц назвал эту тенденцию даже «перерождением банковского дела в США»[1]. Банки стали выступать и на финансовом (фондовом) и на валютном рынке уже и как обычная корпорация, играя на повышение курса ценных бумаг и валюты (задавать ценовой тренд).

Главным же в процессе «перерождения» было то, что банки, используя возможности ИКТ и ЭТС научились выстраивать многообразные и сложные сделки в своих собственных (монопольных) интересах за счет ущемления интереса, в первую очередь, мелкого клиента и акционера. Используя ситуацию, когда мелкий инвестор (индивидуал) ничего не понимает в этих сложных сделках и рассчитывает лишь на профессионализм неких финансовых супер-менеджеров и аналитиков, банки все более концентрировали свою деятельность на краткосрочной игре, извлекая повышенные доходы. Но, как мы уже отмечали ранее, короткие позиции – это повышенные риски, а значит и издержки. Банки, выступая уже в качестве брокеров (самостоятельно или с помощью

[1] Стиглиц Дж. Указ. соч. С. 190-221

«карманных» брокерских компаний), используя свою монопольную силу, пытаются переложить эти издержки на плечи мелкого клиента – инвестора[1]. К этому добавим несовершенство и неполноту информации о состоянии дел на рынке, предоставляемую непрофессиональным инвесторам. Все эти действия крупных банков, в конечном счете, ограничивают доступ на рынок, и, следовательно, конкуренцию, тем самым, увеличивая и трансакционные издержки и противодействуя выработке «правил для всех».

Корпорации и частные инвесторы. Все рассуждения, которые были представлены в пункте 1.2., по поводу взаимоотношений банков, предприятий и населения на рынке сбережений и инвестиций в полной мере относятся и к валютному рынку. Деятельность корпораций как публичных компаний на всех рынках отличается стремлением манипулировать интересами мелких акционеров и инвесторов.

В данной работе мы не рассматриваем организацию рынка с позиции монопольных интересов крупной компании. Нас интересует позиция частного индивидуального инвестора, который может влиять на организацию рынка (случай электронной валютной сделки) с целью защиты своих контрактов и интересов. И здесь важны институты. Если участники сделок действуют согласованно, то издержки для обеих сторон могут быть низкими. Если одна сторона, в рассматриваемом случае крупная корпорация, реализует свою монопольную силу, то издержки другой стороны – мелкого акционера или инвестора будут значительны (угроза потери всего объема денежных средств). В этом случае частные инвесторы вынуждены будут вообще уйти с этого рынка. Конкуренция ограничивается, трансакционные издержки экономической системы увеличиваются.

Несколько подробнее остановимся на роли *центральных банков* в организации международного валютного рынка. Центральные банки являются официальными участниками международного валютного рынка. В эпоху твердых и фиксированных валютных курсов роль центральных банков как мегарегуляторов сделок с валютой была значительна. Сделки с валютой находились под дос-

[1] Все эти оценки и рассуждения в полной мере относятся и к нынешней банковской системе России.

таточно жестким контролем, прежде всего в тех государствах, чья валюта имела либо замкнутый, либо ограниченно конвертируемый характер. В этих условиях о существовании самостоятельного валютного рынка можно было говорить с большой долей условности.

Трансформация роли центральных банков как экономического субъекта валютного рынка и как регулятора была обусловлена целым рядом факторов. К важнейшим из них относятся:

- переход к системе плавающих валютных курсов изменил и характер, и масштабы воздействия ЦБ на валютные курсы. Их значение и как непосредственных участников валютного рынка и как регулятора, существенно снизилось. Об интервенциях на международном валютном рынке уже говорить не приходиться, т.к. из-за масштабности рынка – дело это чрезвычайно затратное. Одна из последних интервенций на Forex проводилась Банком Японии в период с 2000 по 2004 год, с целью удержания йены на низком уровне в паре с долларом, объемом около $400 млрд[1].

Сейчас центральные банки как главный субъект макроэкономической политики выступают, скорее, важным источником информации, которая может повлиять на валютные курсы в долгосрочном плане. Главные свои функции сегодня центральные банки реализуют в денежной политике (политике монопольного предложения денег и процентных ставок).

Мировой рынок валют (Forex) выступает в двух основных видах: как биржевой валютный рынок, так и внебиржевой. Соответственно и сделки можно рассмотреть соответственно этим двум типам рынка.

Сразу обратим внимание на принципиальную разницу между двумя этими формами торговли, т.к., по нашему заключению, в России сейчас идет достаточно острая борьба за клиента между этими конкурирующими формами организации торговли валютой. Это важно отметить и потому, что, как мы увидим дальше, существуют принципиальные различия в механизме ценообразования,

---

[1] Финансовые новости информационного агентства K2Kapital. 15.06.2006. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.k2kapital.com/news/fin/detail.php?&print=yes&ID=108995

формирования доходов инвесторов, и, следовательно, в механизмах снижения издержек трансакции. Схематично организацию сделок на валютном рынке можно представить так:

Рис. 1. Схема организации сделок на биржевом Forex

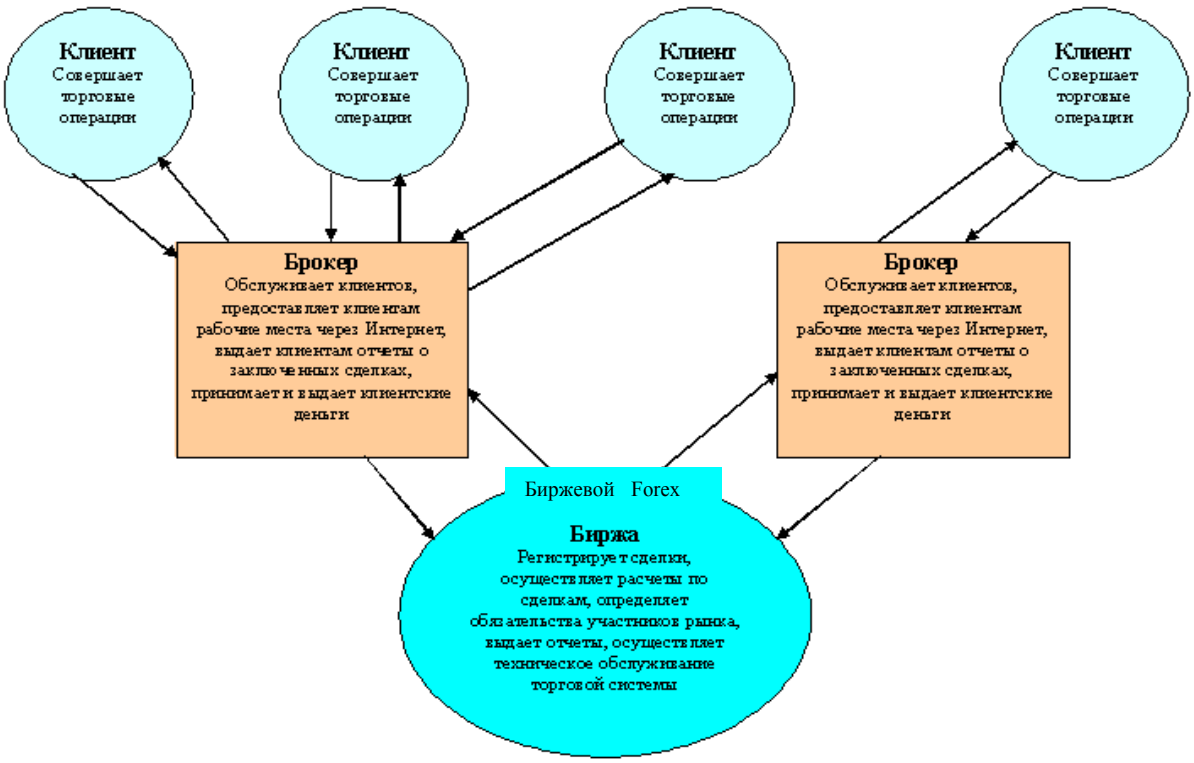
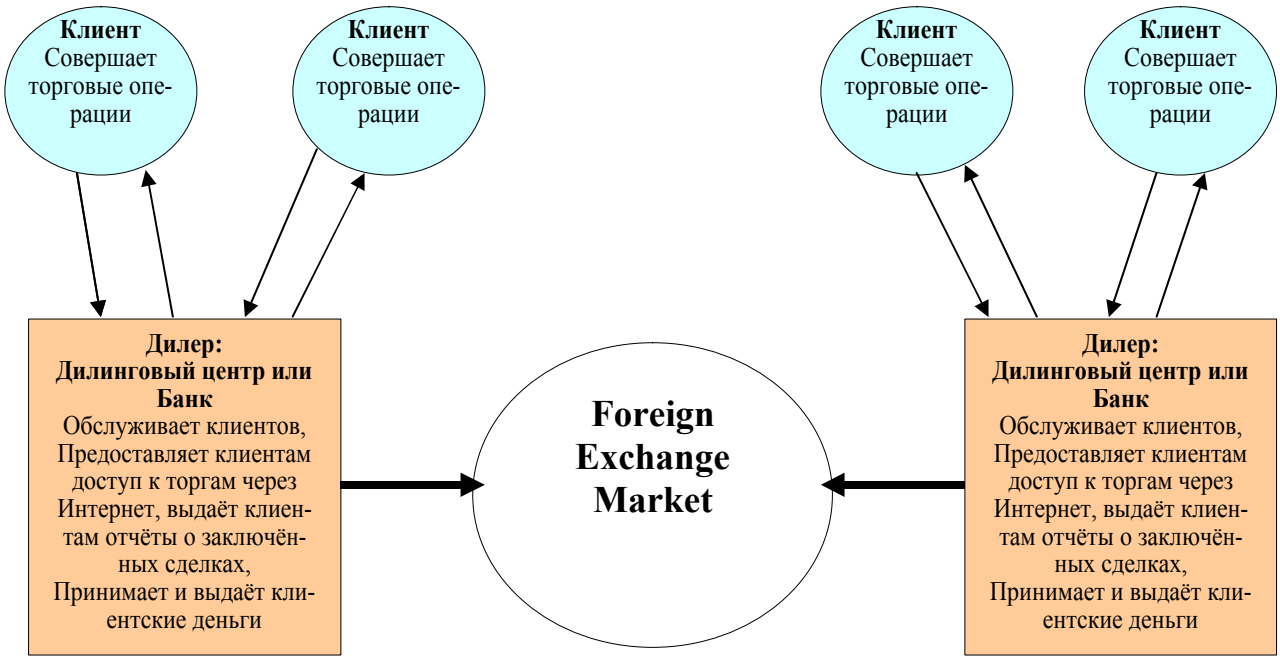


Рис. 2. Схема организации сделок на внебиржевом Forex



В случае с электронным трейдингом валютой необходимо упомянуть о значении электронных брокерских систем (ЭБС) внебиржевого и биржевого рынков в механизмах ценообразования (См. Приложение 8).

Наиболее динамично развивающейся формой торговли валютой являются *системы прямого доступа* к рынку валюты (внебиржевой Forex), т.е. прямые связи между покупателями и продавцами. С развитием ИКТ системы прямого доступа на валютный рынок стали развиваться как альтернативные (биржевым) торговые системы и электронные коммуникационные сети (см. Приложение 8).

Ценообразование на межбанковском Forex происходит следующим образом. Любой банк может выставить в электронную брокерскую систему свою цену покупки/продажи определённой валюты, по которой он готов совершить сделку. Если находится контрагент, которого устраивает предлагаемая цена, то сделка совершается. Любая ЭБС – это огромное количество банков, готовых покупать и продавать валюту. Площадка Forex – это целый клубок взаимосвязей множества платформ (ЭБС) и банков. А цена образуется на всех в совокуп-

ности площадках в силу их практически мгновенной связи между собой и между всеми маркет-мейкерскими собственными платформами.

Биржевой валютный рынок – это *организованный рынок* сделок с валютой. Главными участниками на этом рынке также выступают крупнейшие мировые банки, корпорации и иные институциональные инвесторы. Биржи предоставляют своим клиентам самый разнообразный комплекс услуг по заключению сделок. Важнейшей функцией биржи является упорядочивание отношений между продавцами и покупателями валюты. Современные валютные биржи выступают как электронные организаторы торгов на валютном рынке.

В качестве ведущих мировых биржевых площадок торговли валютой можно назвать, например, **FXall** — электронный организатор торгов на валютном рынке, который начал свою работу в мае 2001 г. с запуска полностью автоматизированного торгового портала (см. Приложение 9).

Вместе с тем, как отмечают многие исследователи, в условиях интернационализации и глобализации валютный рынок всё больше выступает как интегрированный рынок, т.е. те же валютные биржи начинают проявлять интерес к альтернативным системам торговли (внебиржевым). Этому способствует внедрение информационных технологий, которые привели к повсеместному распространению электронных форм торговли.

Forex – это рынок иностранных валют, то есть купля-продажа одних национальных валют за другие. В мировом масштабе его оборот огромен: он оценивается в триллионы долларов в день, включая межбанковские операции (для рынка ценных бумаг соответствующий показатель – всего 500 млрд. долл.). Основные участники рынка пользуются им по прямому назначению: приобретают валюту для торговых и прочих коммерческих операций, а также для хеджирования валютных рисков.

Вместе с тем постоянные изменения относительных курсов валют позволяют участникам рынка получать на нём доход спекулятивного характера. Естественно, те же изменения курсов чреваты крупными убытками в случае неверного прогноза. Крупнейшие игроки на этом рынке, как и на любом другом,

используя свою монопольную силу, могут манипулировать интересами мелкого инвестора, ограничивая достоверную информацию и даже используя мошеннические способы. Здесь важны институты. Поскольку рынок как глобальная информационная система развивается в условиях дерегулирования, актуальной является его организация на национальном уровне.

Многообразие экономических субъектов и инструментов на валютном рынке, как и в целом на финансовом, приводит к существенным сдвигам в организации рынка. Чем многообразнее сделки и инструменты, тем более привлекательным финансовый рынок является «для всех». Поскольку финансовый рынок становится все более свободным, на наш взгляд, выработка правил (институтов) организации финансового (валютного) рынка все больше смещается на уровень экономических субъектов, на уровень неформальных правил.

«Добровольный правовой порядок», выстраиваемый снизу максимизирующими полезность индивидами, обеспечивает экономической системе более «экономичное» функционирование. Заинтересованность в таком механизме функционирования и организации финансового рынка демонстрируют в первую очередь «маленькие» игроки, имеющие свободные денежные ресурсы и желающие иметь низкие издержки «входа» на этот рынок. Электронные технологии позволяют это сделать.

1.3. Интернет-трейдинг с позиции теории контрактных отношений и трансакционных издержек

Финансовый рынок с позиции теории трансакционных издержек выступает как совокупность сделок и институтов, позволяющих осуществлять обмены с меньшими издержками. Исследование проблемы организации современного финансового (валютного) рынка предполагает в первую очередь уточнение понятия «трансакция» (сделка) – применительно к электронно-организованным сделкам.

В определении трансакции мы придерживаемся подхода, представленного в работах Д. Коммонса и О. Уильямсона. «Трансакция имеет место тогда, когда товар или услуга переходит от заключительной точки одного технологического процесса к исходной точке другого, смежного с первым. Одна стадия деятельности заканчивается и начинается другая»[1]. Технологический процесс здесь выступает как совокупность действий участников сделки, а сама трансакция как *взаимодействие* между экономическими субъектами.

В исследовании сущности обменов, по Д. Коммонсу, акцент делается на изучении рабочих правил обмена и непрерывности последних. «Рабочие правила всегда принимаются в рассмотрение, так как они являются ожиданиями того, что участники могут, должны или сделать или не сделать, или того, что им позволено или не позволено сделать, под воздействием коллективного действия»[2]. Применительно к электронному рынку, трансакцию можно рассматривать *как экономический маршрут, включающий выполнение определенных операций или действий в ЭТС*, т.е. все то, что Д. Коммонс подразумевал под рабочими правилами сделки. Это позволит нам рассмотреть сделку (например на Forex) и как технологическую сделку и как совокупность действий (взаимодействий) экономических субъектов с точки зрения снижения трансакционных издержек для обеспечения гарантий и непрерывности сделок.

Под электронной сделкой мы понимаем сделку в виде е-трейдинга или интернет-трейдинга[3]. Мы уже отметили, что валютный рынок мы рассматриваем как большую информационную систему**.** *Трансакция в этом случае может выступать как передача, обработка и использование информации.*

«Интернет-трейдинг» – современная технология, которая позволяет управлять своими деньгами, совершать сделки через Интернет. Посредством специально созданного для этих целей программного обеспечения предоставляется возможность получения *удаленного доступа* к биржевым (и внебиржевым) тор-

---

[1] Уильямсон О. Указ. соч. С.27

[2] Коммонс Дж. Р. Институциональная экономика. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fakultet.net/downloads-file-30.html

[3] Анализ Интернет-трейдинга мы приводим без разделения сделок по отдельным сегментам, т.к. информационные технологии придают всем сделкам е-трейдинга интегрированный и универсальный характер.

гам любому инвестору. Реальным становится совершение сделок на всех торговых площадках в режиме on-line, причем скорость исполнения сделок и информационное обеспечение аналогично тому, которое имеют профессиональные участники финансового рынка. Современная ситуация позволяет практически каждому индивиду стать инвестором, то есть сделать так, чтобы сбережения хранились не «под матрасом» или на депозите в банке, а приносили более высокий денежный доход. Так как доступ к Интернету имеет сегодня большая часть населения любой развитой страны, то электронный трейдинг также является довольно сильным мотивирующим фактором для инвестирования в инструменты финансового рынка.

Что же такое Интернет-трейдинг в более узком смысле, например, с точки зрения индивидуального инвестора? Электронный трейдинг возможен только через специальное программное обеспечение, установленное на персональном компьютере пользователя. Такие аппаратно-программные комплексы обеспечивают предоставление следующих видов услуг[1]:

1) электронная маршрутизация приказов на покупку – продажу финансовых инструментов (передача приказов пользователей в систему исполнения сделок с помощью электронных средств);
2) автоматическое исполнение трансакций (трансформация приказов в сделки);
3) распространение предварительной информации (о ценах покупки-продажи и размерах лотов) и итоговых сведений (о параметрах состоявшихся сделок) электронным способом.

Данные виды услуг являются универсальными для всех финансовых рынков, но естественно у каждого своя специфика. Так, например, при электронной покупке-продаже ценных бумаг на фондовом рынке происходит регистрация сделки в Центральном депозитарии, так как ценная бумага – это право собственности на часть имущества компании. На рынке Forex всё гораздо проще. При покупке – продаже валюты происходит автоматическая (электронная) де-

[1] Мировой фондовый рынок и интересы России. Указ.соч. С. 186.

нежная сделка и права собственности здесь не имеют столь важное значение. Это, по сути, сводит к нулю возможность конфликтов интересов сторон и соответственно минимизирует издержки.

Так как в диссертационной работе сделан акцент на валютный рынок Forex, то рассмотрим более подробно каждый вид предоставляемых услуг применительно к данному рынку:

1) **Маршрутизация приказов на покупку-продажу проходит следующие этапы:**

а) Клиент составляет запрос или распоряжение, которые проходят проверку на корректность на клиентском терминале[1];

б) клиентский терминал отправляет запрос или распоряжение на сервер[2];

в) в случае наличия устойчивого соединения между клиентским терминалом и сервером запрос или распоряжение клиента поступает на сервер и проходит проверку на корректность;

г) корректные запрос или распоряжение клиента помещаются в очередь, отсортированную по времени поступления запроса или распоряжения.

2) **Автоматическое исполнение трансакций проходит следующие этапы:**

а) Запрос или распоряжение, поступившие в очередь раньше других запросов или распоряжений, передаются на обработку свободному дилеру[3];

б) результат обработки дилером клиентского запроса или распоряжения поступает на сервер;

---

[1] Клиентский терминал – программный продукт, посредством которого клиент может получать информацию о торгах на финансовых рынках в режиме реального времени, проводить технический анализ рынков, совершать торговые операции, а также выставлять/изменять/удалять ордера.

[2] Сервер – программный продукт, посредством которого осуществляется обработка клиентских распоряжений и запросов, предоставление клиенту информации о торгах на финансовых рынках в режиме реального времени, а также соблюдение условий и ограничений.

[3] Дилер – сотрудник компании, с которой у клиента заключены соглашения, осуществляющий обработку запросов и распоряжений, исполнение ордеров.

в) сервер отправляет результат обработки дилером клиентского запроса или распоряжения клиентскому терминалу;

г) в случае наличия устойчивого соединения между клиентским терминалом и сервером клиентский терминал получает результат обработки дилером клиентского запроса или распоряжения.

Также следует отметить, что время обработки запроса или распоряжения зависит от качества связи между клиентским терминалом и сервером, а также от состояния рынка. В нормальных рыночных условиях время обработки обычно составляет 5-15 секунд. В рыночных условиях, отличных от нормальных[1] эта цифра может увеличиваться до 30-40 секунд.

3) **Под распространением предварительной информации** понимается транслирование потоковых котировок по тому или иному финансовому инструменту. Для совершения сделок через торговый терминал трейдер должен видеть изменение цен покупки/продажи той или иной валюты в реальном времени. Доступ к такой информации может обеспечить только системы Интернет-трейдинга. Цены электронных сделок отражают всю необходимую рыночную информацию быстрее и полнее, чем цены, складывающиеся в биржевых залах и на телефонных рынках. Здесь также важное значение имеет способ выхода в Интернет. Для поддержания устойчивого соединения с сервером, транслирующего котировки, и быстрого совершения сделок необходимо иметь выделенный канал связи. Иначе возможны задержки, которые могут привести к получению убытков. Особенно это актуально в рыночных условиях, отличных от нормальных – во время «быстрого рынка».

4) Ещё одной важной услугой аппаратно-программных комплексов систем электронного трейдинга является распространение **итоговых сведений о состоявшихся сделках.** То, что мы говорим об этой услуге в последнюю очередь, не означает, что это наименее важная функция торговых терминалов. Эта часть

[1] Обычно это время выхода важной макроэкономической статистики. Например, в первую пятницу каждого месяца в 16:30 по московскому времени Бюро статистики рынка труда в США (Bureau of Labor Statistics) публикует количество новых рабочих мест вне сельского хозяйства (Non-farm Payrolls) за предыдущий месяц. При выходе этих данных котировки по всем парам валют, особенно где присутствует доллар США, очень резко изменяются. Такой рынок называется «быстрым рынком».

аналитической работы трейдера имеет существенное значение для становления субъективно выработанной модели поведения на рынке. Необходимо быть опытным трейдером, чтобы понять, насколько важна эта информация для дальнейшей торговли. Новички в трейдинге часто пренебрегают анализом предыдущих своих сделок. Из них можно почерпнуть следующую весьма необходимую информацию для успешной торговли:

- прибыльность или убыточность торговли за месяц, квартал, год;
- графическое изображение изменения депозита на длительных интервалах времени;
- максимальную просадку[1] депозита за месяц, квартал, год, которую необходимо знать для расчёта текущего рабочего лота[2];
- ошибочные действия трейдера, которые возникали в процессе торговли, но заметить которые можно лишь с течением времени и появлением опыта;
- ошибочные действия дилингового центра для предъявления претензий в случае разногласий;
- время совершения сделок для выявления торговых и рыночных закономерностей.

Также, в случае успешной торговли на длительном промежутке времени, история состоявшихся сделок может потребоваться для поиска инвесторов, которые, изучив стейтмент[3], возможно захотят доверить данному трейдеру свои сбережения для извлечения прибыли (см. Приложение 4).

И действительно, очень многим нравится возможность самостоятельно совершать сделки, а не оставлять брокеру заявку по телефону, не видя реальной ситуации на торгах. Помимо положительного ощущения от самостоятельных действий сделка выглядит абсолютно прозрачной для инвестора. Автоматиза-

---

[1] Максимальная просадка в трейдерской терминологии - это максимальное число убыточных сделок подряд. Просадка – неизбежная часть трейдинга.

[2] Лот – абстрактное обозначение количества акций, товара, базовой валюты, принятое в торговой платформе.

[3] Стейтмент в трейдерской терминологии – история совершения сделок. От англ. statement – официальный отчёт.

ция ручных процедур серьёзно сокращает время, необходимое для появления приказов на рынке, что обеспечивает частоту и повторяемость сделок. А управление своими личными финансами посредством Интернет-систем постепенно становится общемировым стандартом.

Итак, основное предназначение электронной торговой системы (ЭТС) для инвестора — *информационная прозрачность* рынка. Ее можно рассматривать как возможность получения биржевой информации и как возможность самостоятельного совершения сделок. К тому же в ней отображается состояние портфеля инвестора — количество купленных/проданных финансовых инструментов, денежные средства, также в программе есть возможность просматривать ценовые графики. Информационная прозрачность электронного рынка, таким образом, включает в себя:

- возможность получения предварительной информации о состоянии рыночной ситуации перед началом торговли (информация о выставленных приказах);
- возможность получения необходимой итоговой информации, отражающей сведения о состоявшихся сделках;
- своевременность предоставления сведений.

Автоматизация и совместимость всех процедур сделки в рамках единой электронной торговой системы позволяют финансовому рынку функционировать как *единая сеть сделок, расчетов и информации*, предоставляя тем самым участникам сделки высокую степень свободы при заключении сделок купли-продажи.

Итак, если воспользоваться методологическими принципами О. Уильямсона[1] для анализа трансакции, то электронную валютную сделку можно определить так. Эта сделка не предполагает специфичности активов. ЭТС обеспечивают автоматическое исполнение всех процедур сделки и их непрерывность в рамках действующего контракта. Условия осуществления сделки также регламентированы. Все это позволяет идентифицировать электронную валютную

[1] Уильямсон О. Указ. соч. Гл. 2

сделку как простую сделку, не требующей от экономических субъектов значительных затрат на состыковку интересов в ходе исполнения сделки. Трансакционные издержки, связанные с осуществлением электронной финансовой сделки – это, в первую очередь, информационные издержки, связанные с ограниченной рациональностью (ограниченными способностями индивида на поиск, обработку и использование информации) и неопределенностью.

Даже такая совершенная информационная система, как Интернет, не может обеспечить полноту информации. Неполнота информации имеет место в первую очередь при получении исходной информации о рынке. На финансовом рынке может иметь место и асимметрия информации как, например, это имело место в случае с банкротством крупных компаний в США «Энрон» и «УорлдКом» (искажение отчетности), когда пострадали в первую очередь именно мелкие инвесторы, не имеющие достоверной информации о финансовом состоянии компании[1]. На валютном рынке крупные инвесторы (ограниченное число лиц) могут обладать инсайдерской информацией о фундаментальных экономических данных немного ранее, чем индивидуальные инвесторы.

В связи с развитием ИКТ и ЭТС происходит радикальное снижение издержек *в целом*:

- имеет место снижение издержек за счет интернационализации рынка (интернационализации сделок) и роста числа игроков;
- электронный механизм заключения и исполнения сделок привел к радикальному снижению издержек на основе роста скорости торговли;
- снижение издержек происходит за счет диверсификации рынка, т.е. за счет расширения круга игроков (институциональных и индивидуальных инвесторов, активных и пассивных поведенческих моделей). Чем сильнее диверсифицирован рынок, тем меньше риски;
- возможность наращивания оборотов в ЭТС расширяет возможности снижения издержек за счет эффекта масштаба.

[1] См. Стиглиц Дж. Указ. соч. С. 292-319.

Рассмотрев сущность электронной валютной сделки и ее рабочие правила с точки зрения возможностей снижения трансакционных издержек в целях обеспечения гарантий и частоты трансакций, попробуем рассмотреть ее с точки зрения единой теории контрактов и трансакционных издержек.

Для объяснения экономических отношений между агентами по электронной финансовой (валютной) сделке мы используем концепцию классического контракта. В классическом контракте «упор делается на юридические нормы, формальные документы и самоликвидацию несостоятельных трансакций»[1]. Такие контракты можно рассматривать как полные контракты, которые имеют ряд существенных характеристик[2]:

- необязательным является соответствие сторон друг другу;

- в контракте четко прописаны правила, структурирующие обмен;

- точно определяются средства преодоления трудностей с реализацией контракта. Если одна из сторон нарушает условия договора, то трансакция самоликвидируется.

Классическому контракту по О. Уильямсону *соответствует рыночный механизм управления* контрактными отношениями, суть которого коротко сводится к следующему: стороны контракта, прежде всего, определяют цену, далее технологию совершения сделки (в нашем случае регламент) и, наконец, стороны определяют способы защиты сделки, в т.ч. санкции.

В качестве примера рассматриваются двухсторонние контракты российских клиентов – инвесторов с российскими посредниками – дилинговыми центрами или валютными брокерами. Контрактные отношения рассматриваются с точки зрения юридического закрепления экономических отношений, характера и порядка заключения и исполнения сделок. При рассмотрении контрактов мы будем учитывать различие условий по биржевым и внебиржевым сделкам (см. рис. 2 и 3), т.к. это сказывается на различии в механизмах ценообразования.

---

[1] Уильямсон О. Указ.соч. С. 129.
[2] Шаститко А.Е. Указ.соч. Гл. 2,3,4.

Контракт на осуществление электронной сделки путем «прямого доступа» (далее Контракт 1) – это двухсторонний Договор на оказание услуги - доступа к электронным торговым системам. Одной стороной Контракта 1 выступает Клиент, другой, как правило, Дилинговый центр или Банк. Цель контракта по этой сделке - обеспечить доступ к Сети и возможные гарантии в процессе подготовки и исполнения сделок.

Контракт на осуществление сделок на организованном рынке – бирже - (далее Контракт 2) представляет собой также двухсторонний Договор об оказании брокерских услуг на совершение срочных сделок через установленных организаторов торговли (в России – это, например, некоммерческое партнерство «Фондовая биржа «РТС», Биржа «Санкт-Петербург»). Здесь также одной стороной выступает Клиент, другой – валютный Брокер.

Общность двух типов контрактов состоит в том, что оба эти Договора предусматривают *гарантии доступа* к ЭТС. Условия контракта - это стремление снизить риски на основе регламентирования процедур, а также стремление распределить риски, связанные с неопределенностью, что в целом способствует минимизации издержек для обеих сторон. Конечная цель заключения контракта для каждой стороны и в первом виде договора и во втором – эффективность сделки. Под эффективностью организации сделки в рамках контрактных отношений мы понимаем снижение издержек трансакции в целях обеспечения гарантий непрерывности сделок, а также возможностей для их наращивания. Таким образом, для целей нашего исследования, в понимании эффективности организации важны следующие моменты:

- снижение трансакционных издержек;
- обеспечение гарантий непрерывности сделок;
- частота и скорость исполнения сделки;
- возможность наращивания объемов сделок (оборота).

Контракт – это юридическая форма, в которую облекаются экономические отношения между равноправными участниками по поводу обеспечения доступа к электронной торговой системе и получения права на совершение

операций с финансовыми инструментами. Надо отметить, что для контрактов по предоставлению удаленного доступа характерно достаточно четкое определение рамок (*«железных» правил),* которые, вместе с тем, хорошо приспособлены к изменениям в ходе реализации контракта. В Контрактах 1 эти правила прописаны *заранее* в Регламенте (в контрактах это слово пишется с большой буквы), в случае Контракта 2 экономический агент руководствуется Правилами Биржи и Регламентом.

Фактически, экономический субъект, совершающий сделку Д – Д`, действует согласно инструкции, полностью осознает и принимает на себя *все рыночные риски*, связанные с максимизацией дохода от совершения сделки, а также нерыночные риски, которые можно отнести к неявным издержкам клиента, и которые связаны со спрэдами между ценами продаж и покупок.

Дилинговые центры или Брокеры принимают на себя риски, связанные с обеспечением доступа для совершения операций с финансовыми инструментами, т.е. в основном это явные издержки – накладные расходы, налоги, затраты на расчетные процедуры и др.

Главные рыночные риски связаны с движением цен финансовых инструментов, в том числе их значительное изменение как в течение одного торгового дня, так и от одного торгового дня к другому. Особенность электронной сделки проявляется в том, что все вопросы, связанные с рисками *требуют незамедлительного решения.* Например, когда неожиданно изменяется цена под влиянием каких-либо событий (например, сокращение рабочих мест в США может повлиять на котировки пары eur/usd). В целях минимизации потерь обеих сторон контракта и действует Регламент.

Контракт на доступ прописывает прежде всего механизм взаимоотношений Клиента и Компании в соответствии с ex ante состыковкой стимулов. Если это касается урегулирования взаимоотношений между Компанией и индивидуальным инвестором, то состыковка имеет слабую форму выражения, т.к. мы имеем дело с ситуацией «получения» доступа и «получения» цены на доступ. Договор (контракт) на предоставление доступа предусматривает единые стандарты для

торговли на любых секторах финансового рынка. Это как раз та ситуация, на которую обращал внимание О. Уильямсон, характеризуя активные рынки: «…при этом соответствие участников сделки друг другу несущественно, поскольку каждый из них может действовать самостоятельно при незначительных издержках от такого поведения для другой стороны»[1].

В контрактах на осуществление электронной валютной сделки практически отсутствует стадия «переговорного процесса». Поскольку классические контракты заключаются в рамках действующего законодательства, стороны экономят на издержках согласования, составления и заключения контракта. Контракт считается автоматически подписанным после перевода денег на залоговый счёт. Действует принцип «поставки против платежа». Состыковка стимулов базируется в основном на распределении рисков в контракте в соответствии с требованиями Регламента и стандартов дилинговых центров в случае Контракта 1, Правил Биржи – в случае Контракта 2.

Перекладывая рыночные риски на Клиента, Компания минимизирует свои риски (практически сводит к нулю), связанные с рыночными факторами. Рабочие правила электронной сделки, как мы видели, также четко регламентированы Компанией или Брокером в рамках требований ЭТС.

Вероятные проблемы (и издержки с этим связанные) будут разрешаться, прежде всего, путем переговоров, а также в рамках саморегулируемых организаций типа КРОУФР, НАУФОР, НВА[2] (см. далее в гл.3) и, наконец, маловероятные издержки, связанные с судебными решениями. Маловероятны они, прежде всего, потому, что контракты на Доступ не предполагают разделение или передачу прав собственности на материальные активы.

Ex-post издержки по отдельной сделке практически полностью перекладываются на Клиента. Отсюда следует, как замечает О. Уильямсон «что ex-post институты поддержки контракта имеют важное значение»[3]. Здесь имеет место

---

[1] Уильямсон О. Указ. соч. С. 689.
[2] КРОУФР - Комиссия по регулированию отношений участников финансовых рынков; НАУФОР - Национальная ассоциация участников фондового рынка; НВА – Национальная валютная ассоциация.
[3] Уильямсон О. Указ. Соч. С. 69.

защита контрактных отношений. В этом случае контракт выступает как институциональное соглашение, т.е. как добровольно установленные экономическими субъектами правила.

Контракты позволяют обеспечить доступ к торгам, а также уменьшить риск и неопределенность с помощью системы гарантий. Экономические агенты, получившие доступ к Сети, к торгам, уменьшают и выравнивают свои риски. Риски и неопределенность для экономических агентов становятся сопоставимыми. Именно в силу этих особенностей, в частности для электронного валютного рынка, к числу субъектов рынка присоединяется все большее количество «маленьких» игроков.

Электронный валютный рынок - это рыночная (неформальная) модель организации валютных сделок. Здесь юридические (правовые) отношения не заменяют и не подрывают рыночные, а дополняют их. Экономический агент не стоит перед выбором: заключать или не заключать контракт и действовать самостоятельно. Чтобы получить доступ и возможность совершать сделки он *обязательно* должен заключить контракт и далее действует в рамках определенного алгоритма, задаваемого программными комплексами и собственными моделями принятия решений.

Рассмотрим электронную сделку с точки зрения рыночного и нерыночного механизма ценообразования. Определение цены (курса или спрэда в рассматриваемом случае) – суть данного вида контрактов (классических).

Финансовую сделку, заключаемую в ЭТС, можно рассмотреть как сделку: Д – Г (гарантия). Электронная сделка – гарантия - это обычно сделка об оказании услуг по совершению операций с финансовыми инструментами. Контракт по этой сделке предполагает в первую очередь предоставление (гарантирование) доступа к Электронной торговой системе (ЭТС). Сделки-гарантии, оформленные Контрактом 1, позволяют участнику сделки на основе доступа к информации принимать более обоснованные решения по определению окончательной цены сделки (за рамками спреда-комиссии) путем принятия решения в конкретный момент времени, когда сделка совершается и является окончатель-

ной (Д – Д`). Окончательность здесь понимается как окончание перехода от Д к Д`, т.е. приобретение права на добавочный доход (он может быть и со знаком минус). Окончательность конкретной сделки не отрицает непрерывности повторения сделки. Контракт позволяет придать гарантиям устойчивый характер.

Платность доступа обеспечивает доступ к огромному массиву информации. Однако поскольку преобладают неперсонифицированные обмены, при которых экономический агент вступает в контакт с большим числом других экономических агентов непосредственно (на биржах) или с помощью посредника (на внебиржевом рынке), ему приходится принимать решения в условиях неполноты информации.

Платность доступа в контракте обеспечена двумя основными требованиями компании:

1) первоначальная маржа как определенная сумма денежных средств, необходимая *для получения права* на совершение сделки – в случае Контракта 1, открытие счета-депо за три рабочих дня до даты исполнения поставочного фьючерсного контракта (в случае Контракта 2);
2) комиссионное вознаграждение;

Небесплатность рыночных трансакций для клиента заключена в следующих условиях контракта:

1) безакцептный порядок получения комиссионного вознаграждения компанией-агентом, а также возможность в одностороннем порядке изменение его размера;
2) право пользования средствами клиентского залогового счета в некоторых оговоренных случаях;
3) принудительное закрытие позиций в соответствии с Регламентом;
4) плата за перенос позиции на следующую торговую сессию;
5) необходимая маржа как определенная сумма денежных средств, необходимая для поддержания открытой позиции клиента и возможность изменять ее по усмотрению компании-агента;

Стоимость (издержки) электронной трансакции - это не цена денег, которые могут прирасти (или не прирасти) в результате завершения сделки (курс покупки-продажи), это *цена доступа* (трансакционные издержки) к торгам и возможности совершать сделки. Это не подрывает рынок. Цена сделки с валютой складывается на основе спроса и предложения, хотя она и прогнозируется каждым экономическим агентом на основе самостоятельного анализа и принятия решения. *Равный доступ, свободное распределение информации и возможность самостоятельно принимать решения – вот атрибуты свободного децентрализованного рынка, к которым можно отнести Forex.*

Онлайновая торговля развивается как рынок с централизованным ценообразованием, так и с децентрализованным. Централизованное ценообразование имеет место на традиционных площадках - на биржах. Здесь цены определяются заранее, согласно установленному алгоритму подбора совпадающих приказов на покупку-продажу. (См. Приложение 10). Трейдер устанавливает свою цену в так называемый «стакан заявок», по которой он готов купить/продать валюту. Если его контрагент согласен с ней, то сделка состоится. Этот принцип ценообразования называется «цены вслед за приказами», т.е. это цены, выступающие как результат спроса и предложения.

Децентрализованное ценообразование характерно именно для валютной сделки «спот» прямого доступа в случае Контракта 1. Цену определяют дилеры путём выставления котировок на покупку-продажу. И тогда трейдер, ориентируясь на предлагаемую цену, формирует свои приказы. Этот принцип ценообразования называется «приказы вслед за ценами».

Определив рамки валютной сделки на Forex и на биржевых Интернет-системах[1] мы может сделать вывод, что практически невозможно отделить рыночный и нерыночный механизм установления цены.

Если придерживаться подхода О. Уильямсона к анализу контракта (хотя он рассматривает их применительно к отраслевой организации), то можно отме-

[1] Как мы уже отмечали, многие биржи мира в последнее время (в том числе и российские) расширяют использование возможностей Интернет-трейдинга, внедряя биржевые Интернет-системы в соответствии с которыми биржи технологизируют и рационализируют взаимоотношения со своими клиентами.

тить, что при заключении контракта (договора) на предоставление доступа цели монополии здесь не просматриваются. Элементы монополизации могут иметь место в рамках информационно-коммуникационных технологий (сетей связи и передачи информации), что может привести к росту издержек, связанных с неполнотой информации.

Основной целью контракта на осуществление электронной сделки является *рост экономической эффективности на основе рыночного обмена.* Товар (услуга) продается по одинаковой цене (в рамках одного дилингового центра) без ограничения всем желающим. Экономический агент имеет свободу выбора фирмы, предоставляющей услуги доступа и, самое главное, свободу принятия решений по формированию собственного дохода.

Если рассматривать сделку на предоставление доступа к ЭТС как сделку-гарантию в рамках трансакции Д – Д, то здесь мы имеем нерыночную форму установления цены доступа к ЭТС: цена устанавливается «до процесса производства». Она оговаривается в контракте и устанавливается ее уровень, включающий: спрэд, комиссионное вознаграждение, плату за перенос позиций, первоначальную и необходимую маржу и некоторые другие необходимые платежи. Достаточно трудно отделить рыночные формы отношений и нерыночные (контрактные), т.к. они дополняют друг друга.

Рыночный и нерыночный механизм ценообразования в условиях электронной сделки в совокупности способствуют снижению трансакционных издержек в целях непрерывности трансакций. Рыночный характер сделки проявляется в том, что сделка заключается свободными экономическими агентами и цена формируется на основе спроса и предложения. Нерыночный механизм дополняет рыночный в виде системы контрактных отношений, что обеспечивает сделкам гарантии исполнения, непрерывности и возможности наращивания оборотов.

Таким образом, «…контрактная система представляет собой своеобразный симбиоз рыночных и нерыночных начал экономической организации, полу-

чающий свое материальное воплощение в юридическом документе (соглашении), который регулирует экономические отношения»[1].

Рассмотрев сущность и рабочие правила электронной валютной сделки, зафиксированные в контракте между контрагентами, вслед за О. Уильямсоном можно поставить вопрос: «какие институты создаются для поддержания контрактных отношений и каковы их возможности в выработке адаптивных, последовательных решений и в улаживании конфликтов?»[2]

Экономические агенты, действующие в рамках ограничений, задаваемых регламентом контракта, выявляют и распределяют риски и, следовательно, минимизируют их. Контракты как юридические документы защищены законами, т.е. формальными нормами. В рамках контракта экономические агенты возможные конфликты разрешают частным порядком. Контракт рассматривается как *механизм управления взаимоотношениями* участников сделки по поводу обеспечения доступа к ЭТС, что позволяет осуществлять трансакцию с меньшими издержками.

Вне рамок контрактных отношений трансакционные издержки могут быть значительны. Возникает необходимость поддержки, контроля и защиты контракта. Здесь важное значение приобретают институты (формальные и неформальные). Для индивидуального инвестора (трейдера) как способ защиты контракта на первое место выходит выработка собственной (субъективной) модели поведения на основе собственного анализа информации. Цена (спрэд в случае валютной сделки спот) отражает эффективность (результативность) собственной переработки информации и принятия решений. К этому добавим также формирование репутаций, доверия, положительный эффект обратной связи, возникающие также от общения в Интернет – сети. Экономические взаимосвязи в рамках Интернет-трейдинга дополняются социальными взаимосвязями. *Возрастает значение неформальных правил организации рынка, вырабатываемых через деловые практики и действия (поведения) участников рынка.*

---

[1] Акулов В.Б. Указ. соч. С. 66.
[2] Уильямсон О. Указ. соч. С. 69.

В теории контрактов и трансакционных издержек важное место занимают поведенческие предпосылки. В своем исследовании О. Уильямсон рассматривает организацию через призму «контрактного человека» и отмечает, что поведенческие предпосылки имеют «особо важное значение» в теории трансакционных издержек[1]. Рассматривая институционализм как расширение неоклассической теории, Э. Фуруботн и Р. Рихтер в том числе замечают, что «анализ должен быть сконцентрирован на отдельных индивидах, принимающих решения, а не на организации или коллективе. Индивиды имеют различные цели, но каждый из них может восприниматься как лицо, максимизирующее свою полезность при ограничениях, налагаемых существующей институциональной структурой»[2].

Мы утверждаем, что формирование формальных институтов на финансовом рынке России (Forex) в период трансформации определяется значением и эффективностью неформальных правил, вырабатываемых в процессе самоорганизации экономических субъектов.

К неформальным правилам по Д. Норту, относятся неписанные правила, существующие в памяти участников обменов, с помощью которых они структурируют свои взаимоотношения в процессе заключения и исполнения сделок. В исследовании неформальных ограничений мы также применяем подход на основе теории трансакционных издержек. То есть принимаются во внимание в основном те неформальные правила, которые обеспечивают или способствуют снижению издержек трансакций, а, значит и возможности повторения и наращивания объемов обменов. К ним мы относим:

- правила экономического поведения в рамках Интернет-трейдинга, вырабатываемые самими экономическими субъектами с целью собственной защиты контракта. Эти правила мы называем субъективно выработанными моделями. Субъективно выработанная модель – это собственный стандарт правил, шаблон поведения в рамках задаваемой технологии обмена, а также на основе собст-

[1] Уильямсон О. Указ. соч. С. 91 – 104.
[2] Фуруботн Э. Указ.соч. С. 554.

венного анализа сделки и «исторического» опыта (истории совершения сделок - стейтмент). Сюда можно отнести такие правила кооперативного поведения, как: «отвечай тем же самым, «зуб за зуб»» и др. Одинаковые исходные показатели рынка, равный доступ к информации, возможность получения исходной (рыночной), а также итоговой информации уменьшают неопределенность и приводят к совпадению действий инвесторов (трейдеров) в отношении покупки или продажи валюты. Это ограничивает набор альтернатив и снижает возможности обмана (издержки);

- социальные нормы. «Чтобы быть социальными, нормы должны разделяться другими людьми и в какой-то мере опираться на одобрение или неодобрение ими того или иного типа поведения»[1]. Сюда, в частности относятся правила, которые можно назвать «образцом поведения», «эталоном». Поддержка эталонного поведения на Forex различными приемами и способами ограничивает стремление других нарушать этот эталон;

- далее следует группа правил, которые в терминологии Э. Фуруботна и Р. Рихтера можно назвать «социальными конструкциями, которые помимо собственных правил включают инвестиции (подчеркнуто мной – Д.П.) в совершенствование взаимоотношений между индивидами»[2]. Это правила, связанные с коллективными действиями в выработке и защите норм. Сюда отнесем:

- правила, вырабатываемые саморегулируемыми организациями, кодексы и стандарты поведения, этические нормы;

- правила, вырабатываемые в ходе «социальных трансакций»[3], например, социальных взаимосвязей в Интернете (общение на форумах, и пр.);

- инвестиции в собственную репутацию, рейтинг;

- правила, которые связаны с психологией участника обмена. Эти правила, связанные с особенностями индивидуальной психики, имеют значение, например для тех субъектов финансового рынка, которые относятся к группе «игроков». Здесь мы их подробно не рассматриваем, хотя, например, Д. Кейнс прида-

---

[1] Эльстер Ю. Социальные нормы и экономическая теория // Эльстер Ю.; THESIS. Т.1. Вып. 3. 1993. С.73.
[2] Фуруботн Э. Указ соч. С. 335.
[3] Термин Фуруботна Э., С. 341.

вал значение этим особым склонностям и способностям отдельных индивидов – биржевых игроков (см. ниже);

- другие ограничения, которые накладывают на себя индивиды с целью упорядочивания взаимоотношений обмена и снижения издержек трансакций.

Данные правила вырабатывались в развитых странах на протяжении всей истории существования финансового рынка и его организации. Следование им позволяет экономическим субъектам совершать трансакции с наименьшими издержками. В России же многие из вышеперечисленных правил лишь формируются. Вместе с тем, экономические агенты уже сегодня могут достаточно эффективно совершать сделки на финансовых рынках, действуют в рамках контрактных правил, электронных технологий и субъективно выработанных моделей. В трансформационной экономике, где формальные институты финансового рынка еще не сложились, а в отдельных секторах вообще отсутствуют (Forex), значение неформальных правил велико.

В формирующейся институциональной среде финансового рынка России (т.е. в совокупности формальных и неформальных правил) необходимо признать важность неформальных правил. Неформальные правила могут выступать «эффективными институтами», которые Д. Норт характеризует как институты, которые продуцируют экономический рост, а более конкретно «это означает, что те институты, которые помогают участникам обмена получить больше выгод от торговли, будут обгонять в своем росте те институты, которые не дают такой возможности»[1]. Правила становятся более эффективными (менее затратными), т.к. выработаны самими игроками. Этим проблемам посвящена следующая глава.

[1] Норт Д. Указ. соч. С. 120

2. Роль формальных и неформальных правил в институциональном анализе организации финансовых рынков

2.1. Институты и их роль в процессе трансформации экономики

На финансовом рынке, как и на любом другом, складывается определенная система взаимоотношений между экономическими агентами. Чтобы эта система выступала как система сотрудничества, позволяющая уменьшить неопределенность и, следовательно, трансакционные издержки или издержки взаимоотношений между людьми, она должна включать в себя и систему ограничений. По мнению одного из ведущих исследователей институтов, Дугласа Норта, институты как раз и включают в себя определенные формы ограничений. Эти ограничения (или институты) создаются самими людьми. Люди развивают и изменяют институты.

«Институты, - отмечает Дуглас Норт – это «правила игры» в обществе, или, выражаясь более формально, созданные человеком ограничительные рамки, которые организуют взаимоотношения между людьми». И далее «… они создают структуру побудительных мотивов человеческого взаимодействия – будь то в политике, социальной сфере или экономике»[1]. Координирующее значение институтов состоит в том, что они ограничивают поведение людей и, следовательно, делают его более предсказуемым, т.е. менее затратным.

Формальные институты (ограничения) – по Норту – это правила, придуманные людьми и являющиеся продуктом *сознательного* человеческого замысла[2]. Это писаные правила, например: Конституция РФ, законодательные нормы, контракты как юридичекие документы. Неформальные институты (неписанные правила) – это общепринятые условности и кодексы поведения.

---

[1] Норт Д. Указ.соч. С.17.
[2] Норт Д. Указ. соч. С.18.

В новой институциональной экономической теории неформальные правила трактуются как правила, существующие в памяти участников различных социальных групп, в роли гаранта которых выступает *любой* участник группы, заметивший их нарушение[1]. Неписанные правила, по мнению Норта, лежат глубже формальных правил и дополняют их. «Неформальные ограничения, воплощенные в обычаях, традициях и кодексах поведения, гораздо менее восприимчивы к сознательным человеческим усилиям»[2].

Этот вывод Д. Норта вполне можно использовать для объяснения значимости неформальных правил в развитии финансового рынка в России, когда практически невозможно установить различия между формальными и неформальными институтами. И те и другие формируются вновь. Кроме того, неформальные правила, если они в ходе длительной практики взаимоотношений, делают финансовый рынок эффективным, часто трансформируются затем в формальные институты. И наоборот, эффективный набор формальных правил (эффективный с точки зрения эффективного обеспечения контракта) делают эффективными и неформальные правила. Исходя из этого, для переходной экономики, изменения в которой носят в значительной степени кардинальный характер, значение неформальных правил может быть велико.

Совокупность формальных и неформальных правил формируют механизм функционирования того или иного рынка. В условиях формирующихся рынков значение неформальных правил может быть первичным, т.к., если отсутствуют формальные правила, то неизбежно экономические агенты будут стремиться самостоятельно «организовывать» рынок. Соответственно наибольшее значение приобретут и неформальные правила. Структурирование взаимоотношений (в отсутствии формальных ограничительных рамок) может происходить и в виде формирования неполных и даже «извращенных» институтов, когда одна сторона сознательно идет на обман и мошенничество. Примером могут служить многочисленные финансовые пирамиды в России 1990-х гг. Можно с уверенно-

---

[1] Институциональная экономика. Новая институциональная экономическая теория. Учебник. Под общей ред. проф. А. Аузана. М., Инфра-М. 2006. С. 34.
[2] Норт Д. Указ. соч. С.21.

стью заявить, что в России до сих пор еще не существует эффективной системы формальных правил, задающих направление продуктивного развития современного финансового рынка. В этом, собственно, и проявляется переходный характер российской экономики в целом. Критерием переходности здесь выступает значительный удельный вес неформальных экономических отношений[1]. Суть переходного характера институтов складывающихся рынков в России хорошо показана в книге Н. Раскова[2].

Неформальные правила как никакие другие имеют историческое и культурное происхождение. Об этом писал известный русский историк В.О.Ключевский. Исследуя природу власти над Русской землей в XI-XII веках, в период княжения дома Ярославичей, он указал на важную особенность неформальных правил (норм по Ключевскому), носителями которых являются индивиды. «Так обыкновенно бывает в жизни: отступая от привычного, затверженного правила под гнетом обстоятельств, люди еще долго донашивают его в своем сознании, которое вообще консервативнее, неповоротливее жизни, ибо есть дело одиночное, индивидуальное, а жизнь изменяется коллективными усилиями и ошибками целых масс»[3].

Описание неформальных правил представляет собой наиболее сложную проблему. С помощью неформальных правил люди структурируют свои взаимоотношения. Следуя этим правилам, люди задают рамки совместной деятельности. Как отмечает Д. Норт, неформальные ограничения важны и сами по себе, а не только как простое дополнение к формальным правилам[4].

В условиях даже дискретных (радикальных) изменений, когда создаются принципиально новые формальные правила, общества упорно сохраняют старые привычки и обычаи. Неформальные правила быстро не изменяются. Вот почему и нынешнее российское общество, особенно старшее поколение, сохра-

---

[1] Капелюшников Р. Где начало того конца. // Капелюшников Р.; Вопросы экономики. 2001, № 1.
[2] Расков Н.В. Переходная экономика России: экономика кривых зеркал / Н.В. Расков; СПб.: Издат.дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2006.
[3] Ключевский О.В. Русская история. Полный курс лекций в трех книгах. Книга первая / Ключевский О.В.; М., Мысль. 1993. С. 147
[4] Норт Д. Указ. соч. С.56.

няет привычки жить в «справедливом обществе». Как писал Адам Смит, «справедливость представляет главную основу общественного устройства. Если она нарушается, то громадное здание, представляемое человеческим обществом, воздвигаемое и скрепляемое самой природой, немедленно рушится и обращается в прах»[1].

Другое дело, что это справедливое общество в СССР понималось как общество, живущее в условиях «уравниловки». Но, вместе с тем, советское общество – это было общество, предоставляющее равные возможности для всех. «Тяга к справедливости» – это одна из важнейших привычек, выработанная у советского человека на протяжении многих десятилетий. «Если люди воспринимают правила социальной системы как справедливые, то это способствует снижению издержек, наоборот, если они воспринимают систему как несправедливую, то это ведет к повышению издержек заключения договоров»[2].

Главная экономическая проблема, стоящая перед обществом, заключается в быстрой адаптации к изменениям в конкретных обстоятельствах времени и места[3]. Очень часто формальные ограничения, инициируемые властью, в целях революционных преобразований не приводят к желаемым результатам. Когда индивидуальные усилия направляются коллективной волей, в виде воли кланов олигархии и власти, это может стать фатальным для молодых стран, осуществляющих преобразования. Об этом подробно писал Эрнандо де Сото, исследуя проблемы перуанской экономики. Если доступ к предпринимательству открыт только государственным чиновникам и олигархическим кланам, перед нами государственный капитализм, коллективистская система. А если каждый гражданин, невзирая на его происхождение, цвет кожи, пол, род занятий или политическую ориентацию, имеет реальный доступ к хозяйственной деятельности, тогда перед нами истинно демократическая экономика – рыночная экономика.

---

[1] Смит А. Теория нравственных чувств / Смит А. -М: Республика. 1997. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://gallery.economicus.ru/
[2] Норт Д. Указ. соч. С. 101.
[3] Уильямсон О. Указ. соч. С. 37.

Чем больше людей смогут участвовать в хозяйственной деятельности и находить существующие возможности, тем больше потенциал развития. Сила рыночной экономики в том, что она опирается на изобретательность народа и его способность трудиться, а не на ограниченные возможности произвольно избранной элиты. Нужно лишь перейти от системы, в которой люди подчинены целям государства, к системе, в которой государство поставлено на службу людям и обществу[1].

Рыночные преобразования в России в 90-е годы не принесли для большинства россиян ожидаемых изменений. Напротив, для многих людей формальные изменения в виде «шоковой терапии» привели к резкому ухудшению их материального и психологического состояния. Примеров более чем достаточно – ваучерная приватизация, залоговые аукционы, «карманная» банковская система, которая на выгодных условиях кредитует в основном друзей и родственников, и т. д. Это не могло не привести к конфликту интересов и росту издержек на координацию.

Д. Норт особо обращал внимание на то, что большинство культурных изменений носят постепенный характер. Если же этого не происходит, то в обществе возникает напряжение между изменившимися формальными правилами и сохраняющимися неформальными ограничениями. Неформальные ограничения возникают из информации, передаваемой из поколения в поколение, и являются частью культуры общества[2].

Возникая как средство координации, «неформальные ограничения являются социально санкционированными нормами поведения и внутренне обязательными для человека стандартами поведения»[3]. У каждого человека своя индивидуальная функция полезности. Безусловно, в процессе трудовой деятельности в соответствии с законами неоклассической экономической теории, человек руководствуется функцией максимизации личной выгоды (наращивание дохода). Но иногда эта обычная максимизирующая функция «не работает».

---

[1] Де Сото Э. Иной путь. Невидимая революция в третьем мире / Де Сото Э.; Пер. с англ. М., 1995. С. 124.
[2] Норт Д. Указ.соч. С. 57-66.
[3] Там же. С. 60.

Такие важные индивидуальные полезности для человека как честность, неподкупность, порядочность, почет, уважение, престиж, самоуважение, авторитет можно объяснить только в контексте неформальных ограничений. Их Норт относит к самоподдерживающимися ограничениям[1], которые обществу ничего не стоят. И чем больше в обществе таких людей, тем меньше издержки контроля. Особое значение эти ограничения или самоограничения имеют в коллективах[2].

В современной России, особенно среди политиков и чиновников, честность и неподкупность ценятся очень низко. А поскольку именно власть устанавливает обществу формальные ограничения, вышеперечисленные неформальные моральные нормы не приобрели в России моральную силу и, по сути, не являются нормами или правилами. К сожалению, время хотя бы для начала утверждения моральных норм самоподдержки упущено. Поэтому российское общество и дальше будет нести достаточно высокие издержки напряженности между изменившимися формальными и неформальными правилами, которые изменяются значительно медленнее. Напротив, все 90-е годы в обществе утверждалась функция максимизации личного дохода при размывании общепринятых норм поведения.

Эмпирический анализ неформальных правил практически невозможен, поскольку они существуют в памяти участников обменов. Однако, как отмечал Д. Норт, подход с точки зрения трансакционных издержек является перспективным для их изучения[3]. Важнейшим критерием эффективности неформальных ограничений является то, как люди выражают свои убеждения, следуют им и добиваются изменений в законодательстве с нулевыми или очень незначительными издержками[4]. Если сотрудничество и неформальные правила этого сотрудничества помогают снижать издержки взаимоотношений, то такие нормы

---

[1] Норт Д. Указ.соч. С. 83.
[2] Подробнее об этом см.: Уильямсон О.И. Указ.соч. Глава 7.
[3] Норт Д. Указ соч. С. 64
[4] Норт Д. Указ. соч. С.65.

будут утверждаться в обществе и в последующем могут трансформироваться в формальные правила.

Мир двигается от менее сложных обществ к более сложным. Финансовый рынок также развивается и вырастает из простых взаимоотношений ростовщичества, или, как назвал их К. Маркс, «допотопных форм капитала»[1]. Развитие ссудного капитала привело к появлению банков и акционерного капитала. Акционерный капитал породил рынок ценных бумаг и в последующем огромный рынок производных финансовых инструментов. В этом также проявляется развитие разделения труда и специализации. Появление большого числа разнообразных экономических агентов на финансовых рынках, инструментов финансового рынка, делает рынок – мир сделок – все более дифференцированным. Традиционные сделки по схеме Т - Д дополняются многообразием сделок Д – Гарантия.

«В совокупности разнородных потребительных стоимостей, или товарных тел, проявляется совокупность полезных работ, столь многообразных, разделяющихся на столько же различных родов, видов, семейств, подвидов и разновидностей, одним словом – проявляется общественное разделение труда» - отмечал К. Маркс[2].

А. Смит считал, что разделение труда – это необходимое условие повышения производительности, которая так повысила «богатство народов»[3]. С этой позиции современный финансовый рынок можно определить как совокупность специализированных видов деятельности, производящих финансовые услуги.

Возрастающая сложность общества и рынков предполагает заключения огромного числа разнообразных сделок в рамках существующего набора институтов. Наличие правил облегчает обмен. Источником правил является общество, хотя, как подметил Д. Норт, большая часть правил создается в интересах

---

[1] Маркс К. Капитал. Т.3. Госполитиздат. 1963. Глава 36.
[2] Маркс К. Капитал. Т.1. Госполитиздат. 1963. С. 50.
[3] Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / Смит А.; М.: ЭКСМО, 2007. Книга 1. Главы 1 и 2.

скорее частного, чем общественного благополучия[1]. Очень часто введение новых правил (как формальных, так и неформальных) инициируется наиболее сильными субъектами на основе личных или групповых (клановых) интересов (выгод). Это можно назвать давлением сильного. Высока вероятность принятия таких правил. Создавая правила в своих интересах, сильнейшие игроки оценивают и издержки защиты правил, т.е. предусматривают и механизм контроля (в случае заключения контракта на предоставление доступа к ЭТС – это компании, получившие лицензии на этот вид деятельности).

В отдельных случаях правила могут соблюдаться и без дополнительного контроля. Это может иметь место в том случае, когда участники сделок хорошо знают друг друга и заключают неоднократные сделки. В этом случае издержки защиты будут невысокими, и обмен будет осуществляться в соответствии с нормами поведения.

Современный мир - это мир неперсонифицированных обменов между многочисленными индивидуально специализированными агентами. Это мир сложных сделок и максимизирующего поведения. В этих условиях поведение экономических агентов может сопровождаться высокими издержками контроля за поведением других экономических субъектов. Контроль затруднен, и, в этом случае, выгоды от обмана могут превышать выгоды от сотрудничества.

По убеждению Д. Норта в мире неперсонифицированных и сложных обменов должен обязательно существовать контроль со стороны «третьей силы»[2]. Роль третьей стороны будет сводиться к тому, чтобы способствовать снижению информационных издержек и стимулировать развитие более сложных форм сделок. Такой «третьей силой» должна быть эффективная институциональная среда (формальные и неформальные институты), предоставляющие индивидам достаточную информацию для того, чтобы предотвращать обман и мошенничество.

---

[1] Норт Д. Указ. соч. С. 69.
[2] Норт Д. Указ. соч. С. 79.

В качестве третьей силы могут выступать и институты государства. Некоторые ученые рассматривают государство как форму макроэкономической координации деятельности субъектов, что «в конечном итоге обеспечивает определённый рост народнохозяйственных издержек по сравнению с рыночной формой координацией, но даёт при этом определённые гарантии экономическим субъектам». И далее «государство становится результатом действия неформальных институтов и превращается в оформленный законами реальный экономический институт»[1].

Возможно, что создание механизма контроля и защиты институтов - это одна из самых сложных задач в организации эффективного рынка. Контроль и защита требуют затрат – издержки выявления, оценки и применения санкций. Кроме того, «контролеры» - это люди, также имеющие собственную функцию полезности и *преследующие собственные интересы*.

Эффективность институтов – это проблема, связанная с эволюцией экономик. Она, практически не поддается количественным оценкам. Вместе с тем, можно утверждать, что, от того, какие институты складываются, особенно в развивающихся экономиках, во многом зависит динамичность экономической системы.

Косвенным подтверждением эффективности неформальных правил в условиях неразвитости формальных институтов может послужить, например, для финансовых рынков, - систематическое инвестирование в накопление знаний, навыков. Это, так называемая «адаптивная эффективность» по Д. Норту[2]. Она во многом связана со способностью рынка к самоорганизации. Если экономические агенты того или иного рынка стремятся к обучению, к приобретению знаний, к разнообразным видам деятельности, способны извлекать уроки из ошибок, то тогда процесс изменения рынка носит инкрементный (приростный) характер.

---

[1] Акулов В.Б. Макроэкономика: Учеб. Пособие / В.Б. Акулов; - Петрозаводск. – 2006. С. 163.
[2] Норт Д. Указ. соч. С. 119 – 133.

Накопление бесчисленных краткосрочных решений отдельных экономических субъектов определяет долгосрочные экономические изменения. Тогда и формальные правила, и их изменения являются продолжением и развитием неформальных. И наоборот, эволюционные изменения неформальных правил приведут к созданию эффективных формальных институтов. Экономическая система и ее институты будут отличаться устойчивостью и стабильностью.

Если экономические агенты (индивиды) считают сложившуюся систему институтов правильной и следуют ей, то это способствует снижению возможностей конфликта (а значит издержек) и изменение формальных правил не требуется. В этом случае, экономические агенты совершают регулярные сделки, по сути, не задумываясь о содержании норм этого обмена.

Если же они воспринимают сложившуюся систему как несправедливую с их точки зрения, то это приведет к росту напряженности между формальными и неформальными правилами и, соответственно, к росту издержек обмена. Сигналом такого роста издержек будет изменившееся соотношение цен, которое приведет к изменению предпочтений агента. Например, если соотношение цен валютного рынка (валютного курса) снижает стимулы для инвестирования в этот рынок, то у инвестора изменятся и предпочтения, которые будут, возможно, переориентированы на фондовый рынок или в любые реальные активы, т.е. на любой другой рынок, где он сможет реализовать максимизирующую функцию своей деятельности.

Периодические изменения предпочтений очень важны с точки зрения институционального равновесия. «Институциональное равновесие – по определению Д. Норта – это такая ситуация, в которой при данном соотношении сил игроков и данном наборе контрактных отношений, образующих экономический обмен, ни один из игроков не считает для себя выгодным тратить ресурсы на реструктуризацию соглашений»[1]. Когда же экономические субъекты считают, что для одной (или для обеих сторон) выгодным будет изменение условий соглашений, то институциональные изменения становятся необходимостью.

[1] Норт Д. Указ. соч. С. 112.

Как отмечают некоторые российские авторы, «... теория институциональных изменений находится в настоящее время в стадии становления, особенно та ее ветвь, которая исследует процесс крупномасштабных институциональных трансформаций, затрагивающих базовые компоненты институциональной среды, таких как изменения типа экономической системы общества, социально-экономические реформы и т.п.»[1]. Д. Норт по этому поводу замечает, что дискретные изменения – это радикальные изменения в формальных правилах. Обычно они происходят в форме революций, требующих массовой поддержки. «Широкая общественная поддержка насильственных действий требует идеологической приверженности и убеждений, чтобы преодолеть и «проблему безбилетника», чем сильнее идеологическая убежденность участников, тем большую цену они готовы заплатить и, следовательно, тем вероятнее успех революций»[2]. Реформы в России начала 90-х гг. и их цена убедительно доказали правоту этого положения Нобелевского лауреата.

Изменение неформальных правил связано с культурными характеристиками системы. Поэтому неформальные правила (нормы) очень живучи. Хотя в новой институциональной экономической теории неформальные институты чаще всего рассматриваются как дополнение к формальным изменениям, при изменении формальных правил иногда сохраняющиеся неформальные нормы оказываются несовместимыми с ними. Развивается конфликт правил. Этот конфликт может разрешаться с помощью «третьей силы», которая задает траекторию институциональных изменений, имеющих недискретный адаптационный характер, суть которого Д. Норт охарактеризовал так: «… с течением времени неэффективные институты вымирают, а эффективные – выживают, и поэтому происходит развитие более эффективных форм организации»[3].

Эффективный набор институтов – это тот набор, который продуцирует экономический рост. Или иначе можно сказать – это тот набор институтов, который помогает экономическим субъектам получить больше выгод от обменов.

---

[1] Институциональная экономика. Новая институциональная экономическая теория. Указ. соч. С.41.
[2] Норт Д. Указ. соч. С. 117.
[3] Норт Д. Указ.соч.. С. 120.

Но почему же в одних экономических системах (государствах) институты функционируют как устойчиво эффективные, в других – как устойчиво неэффективные?

На поставленный вопрос Д. Норт отвечает так: «Устойчивость плохо функционирующих экономик и многовековая дивергентная модель (модель расходящегося развития) развития происходят из одного корня»[1]. Д. Норт убежден, что история имеет значение. Заметим по этому поводу, что вся история существования институтов (особенно неформальных) советского общества практически не принимается во внимание в процессе современной трансформации. И сейчас мало уделяется внимание, например, таким институтам, связанным с адаптацией советского человека, как воспитание трудолюбия и культ «человека труда». Много ли у нас «олигархов», сколотивших свое состояние на основе *собственного* кропотливого и изнурительного труда? Вопрос риторический. Более того, первоначальный набор институтов, который складывался во многом стихийно (т.е. без участия верхушки власти, которая инициировала эти изменения) в начале 90-х годов, сформировал анти-стимулы к продуктивной деятельности. Многие захотели быстрых и легких денег. И по убеждению Д. Норта в этом кроется большая опасность для траектории развития экономической системы.

Сформированный в 90-е годы набор институтов не так легко будет преодолеть, т.к. уже сложились определенные группы (кланы), которые заинтересованы в их сохранении. Этому, по сути, посвящена вся книга известных экономистов Л. Зингалеса и Р. Раджана «Спасение капитализма от капиталистов». Авторы убеждены, что слишком высокая концентрация собственности неблагоприятна для развития рынка. Более того, олигархические кланы заинтересованы в противодействии развитию «рынка для всех». Крупный капитал заинтересован в ограничении конкуренции и поэтому противостоит (сопротивляется) вы-

[1] Норт Д. Указ. соч. С. 120.

работке «общих правил», тем более что и материально влиять на власть он может с большим успехом[1].

Более того, уже и многие люди в России начинают оправдывать такое устройство общества. Анализируя реформы 1990-х годов, авторы подметили важную особенность, имеющую значение для России. Странам, наделенным ресурсами труднее выстраивать демократическое государство и общество с экономически свободными индивидами, т.к. они могут извлекать доходы от ресурсов. А когда эти ресурсы концентрируются в руках немногих, то они легко влияют и на политическую власть. Поэтому – делают вывод авторы, крупные компании в таких государствах должны существовать без концентрации собственности в руках меньшинства[2]. В этой связи действия российской власти по созданию крупных государственных корпораций, где ключевые посты занимают высшие чиновники, могут рассматриваться и как действия в направлении дивергентного развития, т.е. такого развития, которое не находит поддержки общества.

Как считает Д. Норт, дивергентность развития и устойчивость неэффективных институтов во многом связана с доминированием каких-либо институтов, поскольку именно они формируют адаптивные ожидания[3]. Если вспомнить, что в 90-е гг. на финансовом рынке России, представленном в основном банками, в том числе государственными, преобладали краткосрочные операции, то можно с уверенностью сказать, что на основе этого формировались и субъективные модели участников. В условиях несовершенства информации и обратной связи и укрепляющейся идеологии наживы максимизирующая функция реализуется в краткосрочной перспективе. Преобладают краткосрочные инвестиции, которые не уходят с финансового рынка в реальный сектор. Именно поэтому институциональные изменения начала 2000-х гг. не могут не опираться на предшествующие институциональные изменения.

Вместе с тем, институты, порождающие развитие краткосрочных инвестиций и институты, способствующие долгосрочному инвестированию, не проти-

---

[1] Зингалес Л. Указ. соч. С. 29.
[2] Зингалес Л. Указ. соч. С. 21.
[3] Норт Д. Указ. соч. С.123.

воречат друг другу. Краткосрочные инвестиции порождают стимулы к долгосрочным, если выгода от последних, будет выше. Субъективные модели подлежат корректировке в соответствии с реальностью, что подтверждается практикой инвестирования в России в 2006-2007 гг., когда усиливается тенденция к долгосрочному инвестированию.

Таким образом, суть современных институциональных изменений в России, в частности на финансовых рынках, коротко сводится к тому, чтобы формировать адаптивные ожидания экономических субъектов, которые бы усиливали тенденцию к долгосрочным инвестициям. Организация финансового рынка должна развиваться таким образом, чтобы соединить воедино долгосрочные цели развития и экономическое поведение индивидов, нацеленное на максимизацию собственного дохода.

Поскольку в данной работе основное внимание уделяется неформальным правилам, вырабатываемым самими экономическими субъектами, то нам необходимо сформулировать главные принципы экономического поведения игроков (субъектов).

2.2. Институты и правила экономического поведения на финансовом рынке

Анализ неформальных институтов во многом обусловлен изучением принципов экономического поведения игроков. В данном параграфе мы рассмотрим значение экономического поведения для субъектов финансового (валютного) рынка, вступающих в контрактные отношения, а также вырабатывающих субъективные модели на основе собственного анализа сделки.

Адам Смит ввел в экономическую теорию понятия "экономического человека" и свободной конкуренции («невидимой руки рынка»). Рыночная экономика, не управляемая коллективной волей, не подчиненная единому замыслу, тем не менее, развивается по определенным правилам.

Интерес реального человека, участвующего в обменах не может быть сведен только к своекорыстному интересу. Его влияние на рыночную ситуацию может быть неощутимо: он платит те цены, которые с него запрашивают, и может выбирать только определенное количество товара по этим ценам, исходя из своей наибольшей выгоды. Но совокупность всех этих отдельных действий устанавливает цены: каждый отдельный покупатель подчиняется движению естественной цены, а сами цены подчиняются совокупности индивидуальных реакций[1].

"Невидимая рука" рынка – это стихийное действие объективных экономических законов. Эти законы действуют помимо воли людей. Условия, при которых наиболее эффективно осуществляется благотворное действие своекорыстного интереса и стихийных законов экономического развития, Смит называл естественным порядком. Экономическое поведение каждого отдельного человека, т.е. его поведение на рынке, А. Смит также увязывал с природой человека.

Раскрывая природу человека и правил человеческого поведения в обществе, А. Смит говорил о важности изучения правил. «Эти общие правила поведения, будучи закреплены в нашей памяти в виде привычек, чрезвычайно полезны, поскольку они корректируют отрицательное влияние эгоизма на выбор надлежащих действий, наилучшим образом соответствующих каждой конкретной ситуации». И далее: «Говорят, что человек имеет естественную склонность к общественному состоянию, что он всегда готов поддержать такое устройство, хотя бы и не видел в этом никакой пользы для себя. Благосостояние и порядок в общественном устройстве нравятся ему и доставляют ему удовольствие. Напротив, ему неприятны беспорядок и смятение в нем, и он смотрит с неудовольствием на все, что вызывает их. Он чувствует также, что личные выгоды его связаны с благосостоянием общества и что от сохранения его зависит его счастье, а может быть, и продолжение его жизни. Поэтому он смотрит с отвращением на то, что ведет к разрушению общественного порядка, и желает все-

[1] Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. Указ. соч. Книга 1, глава 7.

возможными средствами содействовать предупреждению такого гибельного и ужасного события[1]. Здесь речь, по сути, идет о значении неформальных правил.

Идеи А. Смита развивались в последующих исследованиях ученых экономистов. В рамках экономической теории рассматриваются принципы экономического поведения исходя из разных целевых функций – функции полезности для потребителя и функции прибыли для предпринимателя (на основе производственной функции). Обе эти функции исходят из максимизирующего поведения экономического субъекта.

В 1862 г. английский экономист У. Джевонс писал: «Истинную экономическую теорию можно получить лишь возвратясь к мотивам, побуждающим человека действовать, - чувствам удовольствия и страдания». И далее: «Экономика изучает отношения обычного чувства удовольствия и страдания, возникающих таким образом, и у нее достаточно широкое поле исследования»[2]. Правда У. Джевонс замечал тогда, что экономика «не осмеливается» рассматривать некоторые побуждения (такие, которые связаны с совестью, с религиозными мотивами). Однако современная институциональная экономическая теория - это уже комплекс взаимосвязанных теорий из области «чистой» экономической теории, права, истории, социологии, культурологии и пр. В изучении экономического поведения современного человека все имеет значение. У. Джевонс отмечал значение «принципа разума» в поведении человека или принцип предвидения, который любая истинная теория должна принимать в расчет[3].

Теория потребительского поведения относится к одним из самых «старых» разделов экономической теории. В основе ее лежит субъективизм и индивидуализм потребителя. Так Т. Скитовски выделял несколько «веских» причин, объясняющих нерациональное поведение экономического субъекта (потребителя). Среди других он называет возможность случайного конфликта между инстинк-

---

[1] См. Смит А. Теория нравственных чувств / Смит А.; М: Республика. 1997. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://gallery.economicus.ru/

[2] Джевонс У. С. Краткое сообщение об общей математической теории политической экономии / Джевонс У.; См. Вехи экономической мысли. Экономическая школа. Выпуск 1. Под ред. В.М.Гальперина. Санкт – Петербург. 1993. С. 70

[3] там же. С. 71

том и удовольствием, что повышает вероятность «неправильного» решения. К этому можно добавить недостаток информации, недостаток знаний для формирования рационального поведения, ограниченность человеческих познавательных способностей, т.е. все то, что входит в понятие ограниченная рациональность. Конфликт может разрешаться (соответственно уменьшаются издержки потребителя) при выработке навыков и опыта рационального поведения. Как отмечает Т. Скитовски потребителя надо «воспитать, влиять на его поведение на рынке таким образом, чтобы компенсировать его склонность к нерациональности»[1]

В связи с 70-летием выхода в свет знаменитой книги Дж. Кейнса «Общая теория занятости процента и денег» в 2006 г. в российских экономических изданиях появился целый ряд статей, посвященных сопоставлению подходов к анализу рынков, в которых отмечаются институциональные аспекты концепции Дж. Кейнса[2].

Из этих публикаций можно заключить, в экономической литературе как западной, так и российской, уже давно сложилось мнение, что нет необходимости противопоставлять кейнсианский и посткейнсианский подходы институциональному подходу.

Хотя в центре анализа Дж. Кейнса находятся факторы, определяющие уровень и динамику эффективного спроса, вместе с тем, в работах Дж. Кейнса содержится целый ряд положений и выводов, которые могут быть применимы для анализа организации финансовых рынков. Например, в рамках анализа денежно-кредитной политики и спроса на деньги, Кейнс рассматривает проблемы поведения профессионального инвестора и обеспечения достаточных размеров

---

[1] Скитовски Т. Суверенитет и рациональность потребителя / Скитовски Т.; См. Вехи экономической мысли. Теория потребительского поведения и спроса. Экономическая школа. Выпуск 1. Под ред. В.М.Гальперина. Санкт –Петербург. 1993. С. 374.

[2] Осадчая И. Эволюция макроэкономической теории после Кейнса // Осадчая И.; Вопросы экономики. 2006, № 5; Розмаинский И. Посткейнсианская макроэкономика:основные аспекты // Розмаинский И.; Вопросы экономики. 2006, № 5; Лейонхуфвуд А. Кейнс как последователь М аршалла // Лейонхуфвуд А.; Вопросы экономики. 2006, № 5; Дэвидсон П. Посткейнсианская школа в макроэкономической теории // Дэвидсон П.; Вопросы экономики. 2006, № 8; Скоробогатов А. Институты как фактор порядка и как источник хаоса: неоинституционально-посткейнсианский анализ // Скоробогатов А.; Вопросы экономики. 2006, № 8; Розмаинский И. «Инвестиционная близорукость» в посткейнсианской Теории и в российской экономике // Розмаинский И.; Вопросы экономики. 2006, № 9.

инвестиций[1]. Интересны замечания Дж. Кейнса по поводу экономического поведения индивидуальных инвесторов на финансовых рынках, где он формулирует некоторые правила поведения, которые мы относим к неформальным.

Кейнс сформулировал основополагающие *правила поведения* инвестора на рынке исходя из оценки предполагаемого дохода. Прежде всего, это общепринятые правила рациональности, в соответствии с которыми складывается некий унифицированный образ будущего, и ожидания инвесторов становятся более или менее однородными.

Решения индивидов могут отличаться высокой степенью преемственности и постоянства до тех пор, «…пока можно полагаться на то, что эта условность принимается *всеми у*частниками». Под условностью Дж. Кейнс понимает «…допущение, что существующее положение дел будет сохраняться неограниченно долго, если только у нас нет особых оснований ждать перемен»[2]. По сути, здесь сформулировано правило, представляющего собой основу для рыночной оценки актива.

Правила рациональности, как считал Дж. Кейнс, в первую очередь, базируются на фактах, которые инвестор может знать более или менее определенно, но в еще большей степени они основываются на предположениях о будущих событиях, которые можно предсказать с большей или меньшей степенью уверенности. Субъективную оценку фактов, относящихся к будущим событиям, Дж. Кейнс определяет как «состояние долгосрочного предположения». Кейнс формулирует важное правило для индивида, осуществляющего инвестиции: «Оценивая виды на будущее, было бы безрассудно придавать большой вес вещам весьма неопределенным. …факты сегодняшнего дня входят, так сказать, в непропорционально большой степени в формирование наших долгосрочных предположений. Такова обычная практика – брать существующую ситуацию и

---

[1] Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег // Кейнс Дж. М.; Антология экономической классики. М.: 1993. Глава 12.
[2] Кейнс Дж. Указ. соч. Глава 12.

проецировать ее на будущее, внося поправки лишь в той мере, в какой у нас имеются определенные основания ожидать перемен»[1].

Как отмечает Дж. Кейнс, «весьма примечательным фактом является крайняя ненадежность тех сведений, на основе которых нам приходится оценивать предполагаемый доход, изменяя наши ожидания»[2]. Кейнс допускает ежедневные и даже ежечасные колебания ожиданий, имея в виду, прежде всего переоценки на фондовой бирже. «Условная оценка, которая складывается как результат массовой психологии большого числа несведущих индивидуумов, подвержена резким изменениям под влиянием внезапных колебаний в мнениях, обусловленных факторами, которые в действительности не имеют большого значения для ожидаемых доходов: да и нет достаточных оснований ждать устойчивости этой оценки»[3]. В связи с этим Кейнс замечает, что на первый взгляд профессиональные игроки рынка капиталов (в первую очередь трейдеры, принимающие решения об инвестировании на организованных рынках) «нейтрализуют причуды неосведомленных индивидов, предоставленных самим себе». На самом же деле оказывается, что все свои знания (выше среднего уровня) и обладание информацией они используют для того, чтобы «предугадать немного раньше широкой публики изменения в системе взаимно разделяемых условностей, …опередить пулю, ...перехитрить толпу и сплавить поддельную или истертую монету ближнему[4]». В эти игры можно играть с удовольствием и большим подъемом.

Человек по природе своей жаждет быстрых результатов и испытывает особый интерес к тому, чтобы быстро делать деньги и отдаленные выгоды дисконтируются им как средним представителем своего рода из очень высокой ставки[5]». По сути, здесь Дж. Кейнс с большим знанием дела (ведь он сам, играя на бирже, сколотил свое довольно значительное состояние) формулирует распро-

---

[1] Кейнс Дж. Указ. соч. С. 120.
[2] Кейнс Дж. Указ. соч. С. 121.
[3] Кейнс Дж. Указ. соч. С. 124.
[4] Кейнс Дж. Указ. соч. С. 126.
[5] Там же. С. 127.

страненные *правила поведения* биржевого игрока или психологических предположений спекулятивного рынка[1].

Дж. Кейнс также обращал внимание на опасность разрастания «мыльного» пузыря. «Спекулянты не приносят вреда, если они остаются пузырями на поверхности ровного потока предпринимательства. Однако положение становится серьезным, когда предпринимательство превращается в пузырь в водовороте спекуляций»[2]. Эти предостережения Кейнса в первые десятилетия XX века оказались как никогда актуальны через 60 лет, когда разразились первые финансовые кризисы 1990-х годов как следствие раздувания финансовых пузырей.

Очень важны замечания Дж. Кейнса о роли человеческого оптимизма в принятии решений об инвестировании. Здесь рассматривается роль психологического фактора в поведении индивидуального инвестора (а конечные решения всегда принимаются индивидуумом, будь это индивидуальный держатель небольшого актива, глава крупной компании или президент). «Вероятно – пишет Дж. Кейнс – большинство наших решений позитивного характера, последствия которых скажутся в полной мере лишь по прошествии многих дней, принимается под влиянием одной лишь жизнерадостности – этой спонтанно возникающей решимости действовать, а не сидеть, сложа руки, но отнюдь не в результате определения арифметической средней из тех или иных количественно измеренных выгод, взвешенных по вероятности каждой из них»[3]. И далее «..поэтому, когда жизнерадостность затухает, оптимизм поколеблен и нам не остается ничего другого, как полагаться на один только математический расчет, предпринимательство хиреет и испускает дух…»[4].

К важнейшим выводам Дж. Кейнса можно отнести положение о том, что рынки инвестиций как долгосрочных (которые, по общему мнению, считаются предпринимательскими и социально значимыми) так и краткосрочным (также, по общему мнению, считаются спекулятивными) *неразрывно* связаны, посколь-

---

[1] Кейнс Дж. Указ. соч. С. 129.
[2] Там же. С. 128-129.
[3] Кейнс Дж. Указ. соч. С. 130.
[4] Там же. С. 131.

ку, как отмечает Кейнс «… ликвидность рынков инвестиций часто способствует, а отнюдь не всегда препятствует *новым* инвестициям»[1]. На этот факт также обращал внимание Д. Норт. «Если индивидуальные инвестиции сделать неликвидными (т.е. долгосрочными) это могло бы серьезно затруднить новые инвестиции, пока у людей остаются открытыми и иные пути помещения своих сбережений. Такова дилемма»[2]. Актуальность этого вывода Дж. Кейнса и Д. Норта подтверждается повседневной практикой. Компании, которые в полной мере используют свои возможности наращивания капитализации, как правило, становились наиболее успешными компаниями.

Дж. Кейнс также придавал большое значение неопределенности в принятии решений в отношении обладания ликвидностью. В мире неопределенности, где господствуют денежные контракты, владение деньгами является выгодным. Ликвидные активы – это тихая гавань для тех, кто боится неопределенности в силу мотива предосторожности и спекулятивного мотива.

П. Дэвидсон отмечает, что для анализа организации финансового рынка, когда невозможно избежать серьезных и непредсказуемых изменений с течением времени, кейнсианская концепция неопределенности является более адекватной[3]. Но вместе с тем, как отмечает Розмаинский И.В., чрезмерно высокая степень неопределенности будущего особенно негативно сказывается на переходных экономиках. Особенно очевидным последствием высокой неопределенности является инвестиционный кризис[4]. Затяжной инвестиционный кризис может помешать выработке адаптивной эффективной траектории развития.

Выводы Дж. Кейнса о значении неформальных правил в виде правил, где имеет значение, в том числе и психология индивида, стали составной частью современной институциональной экономической теории.

---

[1] Кейнс Дж. Указ. соч. С. 129-130.
[2] Там же. С. 130.
[3] Дэвидсон П. Посткейнсианская школа в макроэкономической теории // Дэвидсон П.; Вопросы экономики. 2006, № 8. С. 101.
[4] Розмаинский И. Посткейнсианская макроэкономика: основные аспекты. // Розмаинский И.; Вопросы экономики. 2006, № 5. С. 30

На значимость поведенческого аспекта в институциональном исследовании организации обратили внимание многие исследователи, в том числе Г. Саймон, который разработал концепцию ограниченной рациональности индивида. В поведении экономических субъектов одновременно присутствуют и стремление к рациональности, и ее ограниченность[1].

Рациональное поведение экономического субъекта (как потребителя, так и производителя), имеющего ресурсные ограничения – минимизация издержек и соотношение выгод с потерями, ожидания и оценка будущих событий - стали базовыми принципами неоклассической школы.

О. Уильямсон, рассматривая поведенческие предпосылки теории трансакционных издержек, выделяет три формы рациональности: сильная форма, означающая максимизацию рациональности, полусильная форма как ограниченная рациональность и слабая форма, которую он называет органической рациональностью[2]. Не вдаваясь в подробные рассуждения по поводу каждой из них, отметим, что понимание экономического поведения как ограниченно рационального больше всего соответствует целям данного исследования.

Мы понимаем поведение экономического субъекта на финансовом рынке не как максимально рациональное, а как ограниченно рациональное. «Ограниченная рациональность» означает экономическое поведение, которое является преднамеренно рациональным, но лишь в ограниченной степени; отражает лимитированность познавательных способностей человека в получении, хранении, восстановлении и обработке информации»[3]. Именно понятие ограниченной рациональности (ограниченности познавательных способностей человека) обуславливает необходимость исследования экономических институтов.

Можно утверждать, что, с одной стороны, действия экономических субъектов, например, в случае валютной сделки характеризуется стремлением к рациональности. В рамках контракта действия субъектов регламентированы (дей-

---

[1] Саймон Г. Теория принятия решений в экономической теории и науке о поведении // Саймон Г.; Теория фирмы/ Под ред. В. М. Гальперина. СПб.: Экономическая школа, 1995. С. 54-72.
[2] Уильямсон О. Указ. Соч. С. 93.
[3] Там же. С. 689.

ствует Регламент), правила определены условиями контракта и требованиями ЭТС. Если трейдер готов заключить контракт с дилинговым центром на доступ к торгам, то далее он действует рационально. Максимизация рациональности присутствует и в выработке собственной модели поведения. Рационально предпочитает вести себя и дилинговый центр, соблюдая, прежде всего, условия расчетов по сделке. Стороны не стремятся нарушать контракт, т.к. выгоды от соблюдения условий контракта они расценивают выше, чем выгоды от нарушения.

С другой стороны, те рыночные риски и издержки, которые принимают на себя экономические субъекты в ходе подготовки и исполнения финансовой сделки, побуждают их к поиску организационных форм. Минимизация рыночных рисков заставляет одну сторону, например, индивидуального инвестора (клиента) в валютной сделке экономить на познавательных усилиях при принятии решений (при передаче приказов). Это, на наш взгляд имеет решающее значение при выработке субъективных моделей. Индивидуальный трейдер считает свои знания и способности ограниченным ресурсом, поэтому стремится к экономному его расходованию. Трейдер не стремится и не в состоянии использовать всю доступную информацию и предпочитает (в целях экономии) действовать по своим стандартным правилам и брать только ту информацию, которая может повлиять на решение. Ограниченная рациональность в этом случае выступает как результат и неполноты информации и как результат ограниченности в возможностях обработки информации.

Компания (дилинговый центр или брокер), предоставляющая услуги на доступ к ЭТС, стремится минимизировать затраты на приобретение права (лицензии), а также на планирование, адаптацию и мониторинг сделки, регламентированные в контракте. Это также стандартный набор правил. Обработкой информации занимаются специалисты – аналитики. Обычно они специализируются на отдельных видах анализа рынка (например, либо технический анализ, либо фундаментальный). Специализация аналитиков также является результатом ограниченности в возможностях обработки информации.

Таким образом, каждый ведет себя ограниченно рационально. Контракт и собственные правила трейдера, основанные на мониторинге сделки, являются теми институтами, которые позволяют сторонам сотрудничать.

Природа неформальных правил увязывается со стремлением людей к сотрудничеству. Как отмечает Д. Норт в понимании процессов современного развития различных экономических систем «…недостает понимания природы координации и сотрудничества между людьми»[1].

В высокотехнологичном мире все большее значение приобретает неперсонифицированный обмен. Неперсонифицированный обмен – это обмен, где не требуется личного (т.е. физического) присутствия. Это обмен, где пространство не фиксируется. Люди вступают в сделки никогда не сталкиваясь лицом к лицу, и обладают минимумом информации друг о друге.

Одно из наиболее общих правил координации, на которое обращал внимание еще А. Смит – правило возмездия или – «отвечай тем же самым», «зуб за зуб». Игрок отвечает на действия других такими же действиями. «Как поступает человек с другими людьми, так и с ним могут поступать. Закон воздаяния есть основной закон нашей природы»[2]. Правило «зуб за зуб» является одной из возможных форм поведения, применяемого в порядке возмездия. Ее первой нормой является то, что поведение субъекта принятия решений не должно становится хищническим: иными словами, «никогда не предавай первым». Если это правило игнорируется другой стороной, то возмездие (или предательство) становится самым рациональным ходом в следующем раунде игры[3]. К подобного рода действиям на финансовых рынках часто прибегают, например, саморегулируемые организации, применяя «правило с зубами».

По мере того, как растет число игроков, следующих правилу «отвечай тем же самым», растет и количественная мера гармонии и сотрудничества, растут и успехи каждого индивида. Идеальным соседом для адепта «зуб за зуб» оказы-

---

[1] Норт Д. Указ. соч. С. 28.
[2] Смит А. Теория нравственных чувств / Смит А.; [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://gallery.economicus.ru
[3] Фуруботн Э. Указ. соч. С. 623

вается, в конце концов, другой такой же. Эти двое быстро устанавливают длительные плодотворные отношения. Ни один из них не погорит, и никогда не потребуется потратиться на дорогостоящие для обоих наказания.

Чем лучше поживает каждый, следующий этому правилу, тем больше становится гармонии как во взаимоотношениях отдельных субъектов, так и в обществе в целом. Социологи считают, что «путем естественного отбора простая кооперация может процветать сама по себе»[1]. Вместе с тем, Д. Норт, считает такую оценку оптимистической. Он утверждал, что «сложное взаимодействие между людьми трудно поддерживать без третьей силы, следящей за тем, как стороны выполняют условия соглашений»[2].

В человеческом сообществе экономические решения всегда принимаются на основе информации о партнере. Д. Норт обращает внимание на фундаментальную теоретическую проблему, с которой связано решение вопроса о сотрудничестве, - «... это то, каким образом индивиды узнают о предпочтениях партнеров и их вероятном поведении»[3]. В конечном счете, считает Норт, индивиды двигаются наощупь, чтобы установить взаимодействие с другими людьми. Но как же субъекты все-таки принимают решения, считая их верными? Неоклассический ответ будет заключаться в том, что они руководствуются правилами рациональности (сравнивая издержки (жертвы) и выгоды). И в том случае, если решение оказывается неверным – это будет представлять собой информационную обратную связь – заключает Д. Норт[4].

В книге Г. Рейнгольда «Умная толпа» осмысливается важнейшее явление современности – виртуальные сообщества. Автор замечает, что люди умудряются сотрудничать друг с другом, обмениваться информацией, находясь в вечном поиске равновесия между своекорыстием и общественным благом[5].

Но индивиды действуют на основе ограниченной рациональности, неполной информации и субъективно выработанных моделей. Практически каждый

---

[1] Райт Р. Моральное животное / Райт Р.; [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://protopop.chat.ru/ma.html
[2] Норт Д. Указ. соч. С. 31.
[3] Норт Д. Указ. соч. С.32.
[4] Норт Д. Указ. соч. С.33.
[5] Рейнгольд Г. Умная толпа: новая социальная революция / Рейнгольд Г. Пер. с англ. А. Гарькавого. М., 2006.

индивидуальный инвестор разрабатывает свои правила игры на финансовом рынке с целью снижения неопределенности и рисков.

Положение о субъективно выработанных моделях является чрезвычайно важным для анализа организации, например, валютного рынка (Forex). Каждый экономический агент вырабатывает собственную систему правил принятия решений.

Субъективно выработанные модели базируются на таких свойствах ожиданий индивидов как конструктивность, неоднородность и генеративность[1]. Применительно к субъективно выработанным моделям конструктивность будет заключаться в том в том, что они являются плодами воображения относительно ненаступившего будущего. Неоднородность проявляется в том, что в каждый конкретный период времени в обществе существует множество различных образов будущего. И, наконец, эти субъективные модели генеративны, т.к., если на их основе субъекты принимают решения, то они и творят будущее. Обратная информационная связь предоставляет возможности для корректировки субъективной модели. Важно, чтобы в обществе происходила координация данных моделей.

На наш взгляд, на игровом поле и не может быть полного сближения субъективных моделей, т.к. тогда ограничиваются возможности агента реализовать максимизирующую функцию. Чем больше на поле игроков, чем больше субъективных моделей, тем больше возможностей у каждого, тем больше простора для инноваций и нововведений.

Но, с другой стороны, расходящиеся субъективные модели усиливают неопределенность и оппортунистическое поведение.

Неопределенность по Ф. Найту базируется на вероятностных суждениях и оценках. Общеизвестно, что фундаментальный факт, который лежит в основе вероятностных суждений, заключается в нашем неведении. Если бы было возможным с абсолютной точностью определить все существенные обстоятельст-

[1] Скоробогатов А. Институты как фактор порядка и как источник хаоса: неоинституционально-посткейнсианский анализ // Скоробогатов А.; Вопросы экономики. 2006, № 8. С. 104.

ва, мы, по-видимому, были бы в состоянии предсказать результат в каждом конкретном случае, но совершенно очевидно, что часто мы не в состоянии этого сделать[1]. Важность неопределенности как фактора, препятствующего свободному действию конкуренции в соответствии с законами чистой теории, делает необходимым исследование оснований знания и поведения. Однако мы не можем здесь углубляться в изучение всех факторов, на базе которых человек (даже образованный) на практике принимает решения, иначе нам придется опуститься до перечисления предрассудков и суеверий.

Мнения, которые обусловливают наши действия в повседневной жизни и управляют решениями ответственных менеджеров в сфере бизнеса, имеют, по большей части, мало общего с выводами, достигнутыми путем всестороннего анализа и точного измерения. Мыслительные процессы в этих двух классах случаев совершенно различны. В повседневной жизни они главным образом подсознательные. Мы знаем о том, почему мы ожидаем наступление тех или иных событий, так же мало, как и о том, что происходит в нашем мозге, в то время как мы вспоминаем забытое имя[2].

Практическая разница между категориями риска и неопределенности состоит в том, что в первом случае распределение результатов в группе известно (что достигается путем априорных вычислений или изучения статистики предшествующего опыта), а во втором – нет[3]. Для финансовой сделки, неопределённость – это рыночные риски. Нельзя просчитать вероятности того, какой будет цена через определённое время. К нерыночным рискам, вероятность наступления которых можно просчитать, мы относим: случай манипулирования котировками со стороны дилингового центра, опасность невозврата денежных средств, в случае возникновения крупного депозита. Чем дольше финансовая компания (например, дилинговый центр) работает на рынке, тем более надежным партнёром она является, тем ниже вероятность нерыночных рисков.

---

[1] Найт Ф. Понятие риска и неопределённости / Найт Ф.; Пер. с англ. С. Афонцева. Альманах “Теория и история экономических и социальных институтов и систем" (Thesis), 1994, вып. 5. С. 17.
[2] Найт Ф. Указ соч. С. 25.
[3] Там же. С. 27.

«Неопределенность встречается нам на каждом шагу, и трудно ожидать, что однажды сделанная ошибка или понесенные убытки когда-нибудь в другой раз будут компенсированы удачей»[1]. Ведь решения принимает индивид, исходя из правила рациональности, согласно которому, если его действия могут принести ему значительную выгоду, то он может нарушить действующие нормы.

Поведение, нацеленное на преследование собственного интереса и не ограниченное соображениями морали, т.е. связанное с использованием обмана, хитрости или коварства, в экономической теории называется оппортунистическим поведением[2]. Этот тип поведения возникает тогда, когда экономический агент оценивает ожидаемую выгоду от нарушения выше, чем издержки нарушения. Например, случай манипулирования котировками со стороны дилингового центра, опасность невозврата денежных средств, в случае возникновения крупного депозита и т.д.

«В общем случае, - отмечает О. Уильямсон, - оппортунизм означает предоставление неполной или искаженной информации,… введении в заблуждение, искажении или сокрытии истины или других методах запутывания партнера[3]. Например, сдвигание котировки со стороны дилингового центра против клиента на закрытии позиции. Это применяется, прежде всего, по отношению к успешным и крупным клиентам, с целью снижения их прибыли.

Вслед за Дж. Кейнсом и Д. Нортом, можно сформулировать основные неоклассические поведенческие постулаты, которые могут быть весьма эффективными и для исследования организации финансовых рынков[4]. Эти основные постулаты или стандарты рациональности следующие:

1. Индивиды – экономические «актеры» - все время сталкиваются с одинаковыми ситуациями выбора или с последовательностью альтернатив, очень похожих друг на друга. Данные правила являются институтом, поскольку делают предсказуемым поведение людей друг для друга. На финансовом рынке к об-

---

[1] Найт Ф. Указ. соч. С. 28.
[2] Уильямсон О. Указ.соч. С. 97 – 100.
[3] Уильямсон О. Указ. соч. С. 98.
[4] Норт Д. Указ. соч. С. 37.

щепринятым правилам рациональности можно отнести, например, общепринятую рекомендацию аналитиков: «покупай, когда дешевеет и продавай, когда дорожает». Подобное правило действует в отношении активов компаний, которые бывают периодически недооцененными или переоцененными. Соблюдая простое правило – покупать недооцененные и продавать переоцененные - можно заработать.

2. Индивиды имеют устойчивые предпочтения и поэтому оценивают результаты индивидуального выбора, исходя из устойчивых критериев. Как отмечает Норт, 90% наших ежедневных действий не требуют особых размышлений, т.к. индивид сталкивается с обычными, повторяющимися вопросами. Его решения также могут быть обычными и стандартными. «Неформальные правила, проявляющиеся в форме определенных повседневных стереотипов, можно назвать «обычаем» в том случае, когда реальная практика базируется на устоявшихся образцах поведения»[1]. Поддержка этого правила может быть достаточно эффективной с помощью возмездия или наказания за нарушения. Неопределенность и неполнота информации способствуют распространению решений по аналогии, «стадное» поведение.

3. Оказавшись в уже знакомой ситуации, индивид (например, профессиональный трейдер на основе своего анализа) способен разглядеть доступные ему возможности достижения и более высоких результатов и воспользуется ими. Существует простое правило, о котором знают все трейдеры: если операции на финансовых рынках можно наращивать, то можно точно также наращивать свой доход. Далее мы покажем, что долгое время на валютном рынке (Forex) в России только 20 процентам трейдерам удавалось наращивать свои операции, 80 процентов уходили с рынка, теряя деньги. Сейчас, возможно, ситуация стала постепенно меняться и растет число трейдеров, наращивающих свои операции.

4. Не может возникнуть такого равновесия, в котором индивиды не максимизируют свои предпочтения.

---

[1] Фуруботн Э. Указ. соч. С. 27.

5. Детали адаптивного процесса сложны и, вероятно, специфичны для каждого конкретного индивида и его ситуации.

В реальном мире поведение человека значительно сложнее, нежели простое рациональное поведение. Как только индивид сталкивается с необычными вопросами, не повторяющимися, то неопределенность результата возрастает. Стандартные правила рациональности могут оказаться неэффективны. В условиях ограниченной рациональности и неопределенности отсутствует «научная» основа для принятия решений, которые все-таки приходится принимать. Поэтому в решениях отдельных индивидов преобладают нерациональные ожидания», т.е. «расчеты на будущее, сформированные при отсутствии твердой рациональной почвы, в результате чего в их формировании участвуют нервы, склонность к истерии, даже пищеварение и реакции на перемену погоды»[1].

В новой институциональной экономической теории неформальные институты рассматриваются как социальные нормы, т.е. как определенные образцы поведения. Поддержка «образцового поведения» позволяет снизить опасность оппортунистического поведения, в том числе и в его крайней форме (в виде обмана и мошенничества). Эталонное поведение направлено не только на реализацию собственных интересов (на снижение издержек), но и на то, чтобы рынок (партнеры по рынку) тебя уважали и с тобой считались. В качестве примера поддержки образцового поведения можно привести, например, факт награждения 200 000 частного инвестора биржи ММВБ 19 октября 2006 г.

В этом случае институты принимают форму предписываемых действий, т.е. выполняют функцию ограничений в принятии экономических решений. Если эталонного поведения будут придерживаться все экономические агенты, то тут и возникает знание о том, как будут вести себя другие, что и означает координацию их поступков[2].

Общепринятые правила или эталонное поведение экономических игроков находятся в постоянной взаимосвязи с индивидуальными правилами. А по-

---

[1] Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег // Кейнс Дж. М.; Антология экономической классики. М.: 1993. С. 262.
[2] Там же. С. 30.

скольку индивидуальные правила содержат значительную нерациональную составляющую, они могут изменяться под воздействием случайных факторов. Можно, наверное, с большой вероятностью утверждать, что в 90-е годы экономическое развитие России (как, впрочем, и политическое) во многом определялось разрозненными ожиданиями и планами отдельных игроков или групп. В этих условиях нет, и не может быть, единого общественного плана экономической деятельности, институты складываются как неполные. «Между официальными, писаными и традиционными, неписаными институтами возникает трещина, даже пропасть»[1]. Необходима была унификация (общественный план), т.е. действия государства по созданию формальных ограничений и их состыковки с неформальными институтами.

Глобальные финансовые рынки, такие как Forex, мы рассматриваем как свободные рынки, которые в наименьшей степени подвержены унификации *в виде создания формальных правил* (или она даже невозможна), поскольку нет различия между национальным и глобальным рынками. При сохранении границ нельзя выстроить единый образ глобального рынка. В этом кроется противоречие процесса глобализации. В этом же заключено противоречие доллара как мировой валюты, которое не может быть разрешено в обозримом будущем.

Поведение игроков на глобальных рынках в большей степени характеризуется ограниченной рациональностью и оппортунизмом в полусильной форме в терминологии О. Уильямсона т.е. с использованием более тонких форм обмана. Сильную форму О. Уильямсон относит в основном к организации-иерархии[2].

Однако глобальный характер финансовых рынков может повысить адаптивную эффективность для трансформационных экономик. В этом случае процесс адаптации может происходить достаточно быстро, т.к. от государства практически не потребуются усилия (затраты) для «выращивания»[3] новых институтов. Глобальные институты самоорганизации в определенной степени (в

---

[1] Расков Н.В. Указ. соч. С. 179.
[2] Уильямсон О. Указ.соч. С. 97.
[3] Термин, предложенный коллективом авторов: Кузьминов Я., Радаев В., Яковлев А., Ясин Е. Институты: от заимствования к выращиванию. Вопросы экономики. 2005, № 5. См. ниже.

части включения, например, в глобальные электронные торговые системы) «копируются» и на национальных рынках.

В условиях неперсонифицированных обменов неформальные ограничения имеют решающее значение. Формальные же ограничения, как считает Д. Норт, создаются скорее для того, чтобы служить интересам тех, кто занимает позиции, позволяющие влиять на формирование новых правил, которые должны быть социально эффективными[1].

На финансовом рынке определенная отстраненность мелких игроков от выработки формальных правил (норм) из-за отсутствия у них для этого средств может привести к тому, что эти нормы будут разрабатываться небольшим количеством достаточно крупных компаний (биржами – РТС и ММВБ, наиболее известными управляющими компаниями, дилинговыми центрами, объединенными в рамках саморегулируемых организаций для защиты интересов их клиентов). И тогда неизбежно будет усиливаться их лоббистское влияние на государство в собственных интересах. Законы будут приниматься «под крупных игроков». Тогда доступ к рынку для всех остальных будет ограничиваться.

Подводя итог данному разделу, в котором обосновывается необходимость выработки субъективных экономических моделей (правил) для участников сделок на валютном рынке (Forex), можно еще раз подчеркнуть значение правил экономического поведения как общепринятых правил рациональности. Вместе с тем, действия субъектов рынка отличаются и оппортунистическим поведением, иногда и в его крайней форме (обмана и мошенничества). Нарушение правил рационального поведения сопровождается ростом издержек. В этом случае субъекты рынка заинтересованы в его организации. «Экономическое поведение будет включать развитие правил защиты, а также коллективное действие, необходимое для поддержания этих правил»[2]. Развитие правил защиты происходит на уровне индивидуального субъекта, когда он следует общепринятым стандартам поведения на рынке. Нарушение норм эталонного поведения он оценивает

---

[1] Норт Д. Указ. соч. С.33.
[2] Фуруботн Э. Указ. соч. С. 29.

для себя как «дорогостоящее мероприятие». Именно поэтому с валютного рынка (Forex) в России все больше уходит «игроков наудачу». Для непрофессиональных инвесторов наиболее эффективным способом будет помещение своих свободных денег в институты коллективного инвестирования.

2.3. Организация финансового рынка и институциональная среда

Неформальные правила, значение которых возрастает вместе с открытостью и доступностью финансовых рынков, формируются как составная часть институциональной среды. Институциональная среда – это совокупность основополагающих социальных, политических, юридических и экономических правил, определяющих рамки человеческого поведения[1].

Институциональная система России находится в стадии становления. В этих условиях особое значение приобретает соответствие неформальных и формальных правил, т.е. их состыковка. Как отмечал Д. Норт, неформальные правила могут задавать тон (стать источником) формальным нормам и стандартам.

Для финансовых рынков, которые в России относятся к формирующимся, этот вывод важен. Партнерство, сотрудничество, долгосрочный характер экономических отношений, снижающие издержки трансакции и составляющих суть неформальных правил, являются составной частью складывающейся институциональной среды. Проблема становления институциональной среды, а также взаимодополняемости и состыковки формальных и неформальных правил на рассматриваемом рынке – финансовом – оказывается актуальной. Если этого не происходит, возникает конфликт правил и растут издержки на совершение сделок у экономических субъектов, возрастают угрозы антистимулов к продуктивному развитию.

В исследовании Э.Г. Фуруботна и Р. Рихтера приводятся два крайних взгляда на объяснение проблемы становления институтов. Одной крайностью

[1] Шаститко А.Е. Указ. соч. Гл. 3.

является утверждение о том, что институты возникают «спонтанно» (как спонтанный порядок) на основе личных интересов индивидов. В этом случае они могут самоорганизовываться без какого-либо соглашения, без законодательного принуждения и даже без учета общественных интересов. Сторонники другого крайнего подхода утверждают, что институты могут быть результатом преднамеренного замысла[1].

О. Уильямсон соответствующие ситуации называет «спонтанным» и «преднамеренным» типом управления[2].

В последние годы и в российской научной среде разрабатываются различные концепции, представляющие собой попытку обоснования траектории развития экономической системы нашей страны на основе формирующихся институтов. Можно выделить, на наш взгляд, три основных направления в институциональном анализе трансформации российской экономики, имеющих значение для изучения организации финансовых рынков.

Первое представлено академическими исследованиями ученых Института мировой экономики и международных отношений[3], а также в исследовании Н. Раскова, в которых отстаивается идея на активное включение России в мирохозяйственные процессы[4].

В эпоху революционных изменений в информационно коммуникационных технологиях, интернационализации и глобализации ни одна страна не может развиваться и тем более осуществлять реформы вне рамок этого единого процесса. Страна должна активно привлекать иностранный капитал, современные технологии и *опыт трансформации институтов* современного глобального рынка. Финансовый рынок учеными из ИМЭМО рассматривается как один из наиболее интегрированных.

Переходный характер российской экономики часто приводится как аргумент специфичности становления институциональной среды России. Анализи-

---

[1] Фуруботн Э. Указ. соч. С. 21-22.
[2] Уильямсон О. Указ. соч. С. 23–25.
[3] Мировой фондовый рынок и интересы России. -М, «Наука» 2006.
[4] Расков Н.В. Указ. соч.

руя нынешнюю российскую экономику как экономику определенного набора институтов, Н. В. Расков обращает внимание на неполный характер прав собственности в России на протяжении длительного исторического развития страны, а не только последних двух десятилетий. Оценивая итоги реформирования 1990-х гг. и становления прав собственности в период современной трансформации России, Н. В. Расков делает вывод о слабости и даже кризисе института прав собственности. В этих условиях *неизбежно* будут преобладать *неписанные правила и нормы в экономических отношениях и ходе заключения сделок*. И основной вывод, который можно сделать, по мнению Н. В. Раскова, состоит не в том, что Россия должна развиваться по какому-то своему пути, а в том, что становление институтов в России приобретает неполные формы. Современную институциональную среду, сложившуюся в России, автор в целом оценивает как неэффективную, воспроизводящую неэффективную экономику. Автор подчеркивает, что, «слабая защита прав собственности является исторической и во многом современной проблемой, обуславливающей экономическое отставание России от передовых государств. России следует энергичнее и последовательнее входить в институциональное пространство развитых капиталистических государств»[1]. Вместе с тем, Н.В. Расков подчеркивает, что «… рынок сам по себе, частная собственность сама по себе мало чего стоят без соответствующей институциональной и административной поддержки со стороны государства»[2].

Не хотелось бы думать, что сбываются опасения и Нобелевского лауреата Д. Норта об опасности дивергентной модели развития, в частности для России, которая воспроизводится как модель анти-стимулов к продуктивному развитию.

Другое направление представлено в специальном исследовании ряда известных российских ученых: Е. Ясина, В. Радаева, Я. Кузьминова, А. Яковлева[3].

---

[1] Расков Н.В. Указ .соч. С. 182.
[2] Там же. С. 156.
[3] Модернизация экономики и выращивание институтов. В двух книгах. Отв. Ред. Е.Г.Ясин. М., Изд.дом Высшая школа экономики. 2005. а также в статье : Я. Кузьминов, В.Радаев, А.Яковлев, Е.Ясин. Институты: от заимствования к выращиванию. Опыт российских реформ и возможности культивирования институциональных изменении. Вопросы экономики. 2005, № 5.

Авторы обращают внимание на то, что в одних странах институциональные реформы оказываются успешными, в других – проваливаются. К числу стран, где реформы сопровождаются высокими трансакционными издержками относится и Россия[1].

Основная причина авторам видится в том, что ускоренными темпами институциональные преобразования невозможно провести, проявив лишь политическую волю и «отобрав наиболее эффективные институциональные образцы». Авторы отстаивают идею, что институты невозможно «насадить» (приняв закон) или «внедрить» (как техническое нововведение). Предлагается использовать концепцию «выращивания» институтов, суть которой сводится к тому, что «необходимые институциональные изменения требуют систематических усилий и затрат в течение довольно длительных периодов времени на основе продуманных и гибко корректируемых по обстановке программ»[2]. И реформаторы должны быть не инженерами или импортерами, отыскивающие лучшие мировые практики, а садовниками[3].

При осуществлении институциональных изменений, отмечается в исследовании, важнейшее значение имеет принцип комплементарности (дополняемости и взаимосвязанности) институтов и их состыковки. «При введении новых институциональных форм нельзя не учитывать их неизбежного влияния на уже существующие институты и опасность возникновения институциональных разрывов (напряженность и конфликт правил по Д. Норту) с присущими им отторжением, извращением новых правил и консервацией половинчатых реформ»[4]. В отдельный уровень институциональной системы авторы выделяют культурные традиции и ценности.

---

[1] В исследовании ВШЭ «Российская промышленность на перепутье: Что мешает нашим фирмам стать конкурентоспособными?», посвященное проблемам конкурентоспособности российской экономики, опубликованное в ж. «Вопросы экономики». 2007, № 3. Авторы в этом исследовании делают неутешительные выводы о результатах реформ в России и об их ограниченной эффективности.

[2] Кузьминов Я. Институты: от заимствования к выращиванию. Опыт российских реформ и возможности культивирования институциональных изменении // Кузьминов,Я., Радаев В., Яковлев А., Ясин.Е.; Вопросы экономики. 2005, № 5. С. 7.

[3] Там же. С 8.

[4] Там же. С. 26.

Совершенно очевидно, что концепция выращивания институтов по своей сути не противоречит концепции эволюционного подхода в формировании институциональной матрицы Д. Норта, а базируется на ней.

В концепции «выращивания» институтов в качестве «третьей силы» выступает государство (государственное регулирование). Авторы отстаивают необходимость проектного подхода в становлении эффективной институциональной системы в России. Очевидно, именно этот подход реализуется в деятельности нынешней власти в 2006-2007гг. в виде принятия и реализации национальных проектов. На наш взгляд, концепция выращивания институтов оставляет за бортом индивидов, ради которых и затевается это выращивание.

Суть третьего подхода к изучению проблемы формирования институциональной среды в России коротко сводится к тому, что государству отводится исключительная роль в силу централизованного устройства российского государства на протяжении всей его истории. Так, С. Кирдина предложила использовать для анализа переходного характера российской экономики новую теоретическую концепцию X и Y – матриц[1]. По сути этот же подход отстаивает и А. Прохоров[2].

В экономической сфере, по мнению С. Кирдиной, для Х-экономики характерны и преобладают институты перераспределительной экономики. Сущностью такой экономики является обязательное опосредование Центром движения ценностей и услуг, а также прав по их производству и использованию. Х-экономика рассматривается как экономика нерыночного типа. Соответственно - У-экономика – это экономика рыночного типа, где преобладают рыночные отношения и рыночные структуры управления, а также конкурентное распределение ресурсов. Отсюда вытекает и различная роль государства в становлении институтов того или иного общества.

---

[1] Кирдина С.Г. Х- и У-экономики: институциональный анализ. / Кирдина С.Г.; М.:ТЕИС (МГУ), 2004. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://kirdina.ru/book2/content.shtml
Кирдина С.Г. Институциональные матрицы и развитие России / Кирдина С.Г.; М.:ТЕИС (МГУ), 2000. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.kirdina.ru/book/content.shtml

[2] Прохоров А.П. Русская модель управления / Прохоров А.П.; -М.: Эксмо. 2006.

В рамках перераспределительной экономики через Центр проходит значительная часть общественного продукта, задаются условия его производства и распределения. Причем, в отдельные периоды (войны, кризисы, реформы) движение ресурсов приобретает мобилизационный характер для решения тех или иных общественных задач[1]. В перераспределительной экономике «конкурентоспособствующие» (термин А. Прохорова) элементы никогда не занимают «командных высот»[2]. Более того, признаки конкуренции, имеющие место в той или иной сфере выступают в этом случае как альтернативные существующей системе институтов перераспределительной экономики. Государству в этой концепции отводится уже роль даже не садовника. Институты должны конструироваться и вводиться государством, т.е. из центра. Они и будут эффективными.

А. Прохоров отмечает, что ни 1917, ни 1991 годы отнюдь не поменяли базисных принципов «русской модели управления», к которым он относит централизацию управления, мобилизационный характер роста российской экономики на протяжении всей ее истории, существование параллельных управленческих вертикалей, дуализм русской души и т.д.[3]. И, поскольку вся история «русской модели управления» характеризуется этими базисными принципами, то государству отводится главенствующая роль и в конструировании институтов.

Сторонники данного подхода подчеркивают, что именно правила, конструируемые Центром, задают траекторию развития, направляют ход институциональных изменений. С помощью данной концепции институциональной матрицы объясняется также процесс отбора наиболее эффективных институтов в период трансформации системы, которые могут в будущем закрепиться и получить поддержку, т.е. стать адекватными экономической системе России.

Очень остроумное сравнение по поводу конструирования институтов приведено в книге Э. Г. Фуруботна и Р. Рихтера, что сконструированные и введен-

---

[1] См. подробнее Прохоров А. Указ. соч. С. 29-54
[2] Там же. С. 27.
[3] Прохоров А.П. Указ. соч.

ные институты (в данном случае командой наиболее влиятельных субъектов общества) – улыбка без кота[1], т.е. правила игры без игроков[2].

Исключительная роль сконструированных центром правил не всегда может оказаться полезной для развития рынка. Например, в случае, когда правила конструируются либо самими наиболее влиятельными игроками из числа предпринимателей, либо государство конструирует правила «под них». Последствия такого «конструирования» убедительно были показаны Эрнандо де Сото применительно к развитию перуанской экономики. В своей книге он обстоятельно рассматривает суть и механизмы перераспределительной экономики, которая представляет собой набор «перераспределительных соглашений» и «перераспределительных сделок». Соответственно этому складывались и «перераспределительные институты». Рост неопределенности – постоянный спутник жизни в перераспределительном государстве. Результатом такого пути развития экономики является бедность, нищета, расслоение общества, социальная напряженность, постоянный рост издержек на управление. Такая экономика слишком дорого обходится ее гражданам[3].

Правила формируются людьми. В условиях трансформации, отдельные сегменты, например, финансового рынка, могут развиваться на основе преобладания конкуренции и самоорганизации. Преобладание рыночных институтов управления сделками оказывается предпочтительнее для *наращивания* сделок для всех экономических субъектов. В совокупности институтов на этапе трансформации их можно рассматривать и как дополнение к формальным правилам. Термин «неэффективные» здесь не совсем корректен. Они вполне являются эффективными, если вызывают доверие и привлекают ресурсы населения. Пройдя период адаптации, встраивания в глобальные институты, эти правила могут дополнять, а затем и трансформироваться в формальные нормы. Некото-

---

[1] Улыбка Чеширского Кота в сказке Л.Кэррола «Алиса в стране чудес», которая продолжала существовать сама по себе и после того, как кот уже исчез.
[2] Фуруботн Э. Указ. соч. С. 10.
[3] Де Сото Э. Указ соч. Гл. 6,7.

рые авторы называют этот процесс периодом существования параллельных институциональных режимов[1].

В ряде исследований подвергается критике «объективистский» подход на основе культурного детерминизма, т.к. он способствует «фетишизации» базовых институтов перераспределительной экономики. Авторы пишут: «Суть данной позиции (имеется в виду объективистский подход) сводится к тому, что медленная изменяемость или даже неизменность институциональной структуры делают предопределенным развитие той или иной страны. Культура – это судьба[2].

К этому добавим, что, если культуру рассматривать как передаваемое знание, то здесь изначально предполагается обучение. Нельзя научиться играть на бирже, не получив образования (как правило высшего, да еще желательно и не по одной специальности) и не приобретя опыта. Д. Норт неоднократно подчеркивал, что и культура, и идеология и в целом вся институциональная система базируется на обучении и знаниях. Направление, по которому идет приобретение знаний и навыков может быть решающим фактором долгосрочного развития общества[3].

Главным критерием любой экономики является ее эффективность. И если та или иная экономика и ее институты может демонстрировать эффективность, то эти институты и будут ей адекватны. Поиск институтов организации эффективного распределения ресурсов, что является важнейшей функцией финансового рынка, может быть надо искать не в какой-то мифической судьбе Российского централизма, а в перспективах, открываемых «новой экономикой»[4].

На наш взгляд, нельзя противопоставлять рыночные и нерыночные институты, называя одни базовыми для одних типов экономик, другие базовыми -

---

[1] Радаев В. Социология рынков: к формированию нового направления / Радаев В.; -М.: ГУ-ВШЭ. 2003.
[2] Кузьминов Я. Институты: от заимствования к выращиванию. Опыт российских реформ и возможности культивирования институциональных изменении // Кузьминов Я., Радаев В., Яковлев А., Ясин Е.; Вопросы экономики. 2005, № 5. С. 6.
[3] Норт Д. Указ. соч. Гл.9, 11.
[4] Под «новой экономикой» чаще всего понимают экономику, где производство благ осуществляется с помощью и на основе ИКТ. См. Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии / Евстигнеев В.Р.; – М.: Эдиториал УРСС, 2002. С. 235.

для других типов экономик. Как было показано в первой главе, современная институциональная экономика не противопоставляет эти два подхода, а рассматривает их как дополняющие. Контрактные отношения, дополняя рыночные, в совокупности работают на эффективность экономической системы, способствуя снижению издержек трансакции.

Развитие ИКТ и ЭТС и их использование при заключении сделок, обеспечивают «автоматическое» исполнение части правил и «автоматический порядок», обеспечивая рост производительности и эффективности. Отсутствие рыночного финансового сектора и соответственно опыта его организации в СССР, предопределило формирование институтов данного рынка в России на основе использования передового опыта, прежде всего развитых стран. В условиях, когда финансовые рынки уже функционировали как глобальные и электронные, Россия смогла сразу выйти на передовые рубежи электронной организации сделок на финансовых рынках. Особенно быстро развивался валютный рынок в стране, поскольку банки и появляющиеся биржи смогли достаточно быстро встроиться в международную электронную систему торговли этим активом. Складывались и элементы инфраструктуры финансового рынка.

Сложнее дело обстояло с развитием институтов (правил) организации финансового рынка России, касающееся правил упорядочивания взаимоотношений между *всеми* субъектами финансового рынка, включая правила защиты контрактов, предотвращение мошенничества и др.

Безусловно, в российской экономике, переживающей трансформацию, роль государства должна возрастать. «Превращение государства в экономический субъект, в активное начало макроэкономического регулирования является объективным процессом, отражающим конкретные сдвиги в экономической системе. При этом изменяется и сама экономическая система»[1]. Превращение государства в экономического субъекта означает необходимость введения в макросистему элемента сознательного (командного) воздействия на экономику в целом. Государство в таких условиях берет на себя функцию определения «пра-

[1] Акулов В.Б. Макроэкономика: Учеб. Пособие / Акулов В.Б.; -Петрозаводск: Изд-во ПетрГУ, 2006. С. 32.

вил игры» для всех участников хозяйственной деятельности[1]. Без эффективной системы формальных правил не может существовать ни одна экономическая система, ни один рынок.

Конкретизируя «правила игры» на отдельных рынках, в частности на финансовом, можно утверждать, что они выступают как правила контроля и защиты, обеспечивающие гарантию исполнения сделок и защиту экономических субъектов от мошенничества. Некоторые рынки, наиболее интегрированные в мировой (Forex), могут эффективно функционировать на основе преобладания неформальных правил, т.е. как саморегулируемые рынки. «Государство в этой системе выступает страхователем и гарантом инвестиционных потоков, а также силой, защищающей всех экономических субъектов от мошенничества»[2].

Эффективность любой институциональной системы связана с инкрементным характером происходящих изменений. На наш взгляд, именно развитие финансового рынка будет все больше (на фоне относительного снижения роли нефтегазового и в целом сырьевого сектора) определять приростный характер российской экономики. Подтверждением этому служит достаточно быстрый рост капитализации российских компаний, начиная с 2001 года и рост долгосрочных инвестиций в 2005-2007 гг.

Фондовый и валютный рынки (Forex) могут функционировать как самоподдерживающие структуры, где роль государства может сводиться к созданию механизма и законов, направленных, прежде всего на поддержку и гарантию контрактных отношений, защиту инвесторов (прежде всего мелких) против мошенничества. Функцию же самоорганизации рынка могут взять на себя институты саморегулирования.

---

[1] Акулов В.Б. Указ. соч. С. 33.
[2] Зингалес Л. Указ. соч. С. 374.

2.4. Саморегулирование как институт самоорганизации. Саморегулируемые организации

Обобщение информации, выработка кодексов и стандартов поведения, обеспечивающих сотрудничество и снижение издержек трансакций, может стать важнейшей функцией института саморегулирования.

Становление института саморегулирования в России в виде саморегулируемых организаций (СРО) имеет еще короткую историю. Создание самостоятельного института саморегулирования являлось составной частью концепции регулирования финансового рынка, которую разработала Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) в середине 1990-х гг. После принятия Федерального закона "О рынке ценных бумаг" в 1996 году в России начала формироваться двухуровневая система регулирования - государственное регулирование и саморегулирование[1]. 29 августа 1997 г. НАУФОР получила разрешение ФКЦБ на осуществление деятельности в качестве СРО, и стала первой официально признанной СРО брокеров и дилеров на российском фондовом рынке.

В соответствии с указом Президента Б. Ельцина (март 1996 г.) было введено обязательное членство профессиональных участников рынка ценных бумаг в СРО. Членство в СРО было своего рода «профсоюзным билетом» для получения и продления лицензии ФКЦБ. Это правило действовало до 2000 г., когда в октябре 2000 года президент В. Путин своим указом отменил обязательное членство профучастников в СРО и ввел множественность таких организаций. Изменение статуса было связано с тем, что СРО обвинялись со стороны участников рынка в бюрократизации и использовании своего монопольного положения (в т.ч. в сборе взносов).

На наш взгляд, в проекте Закона «О саморегулируемых организациях» (далее ФЗ), подготовленным ФСФР в 2006 г., представлен достаточно обоснованный вариант концепции развития института саморегулирования финансовых рынков в России. В данном проекте дается определения понятия «саморегули-

[1] Федеральный закон «О рынке ценных бумаг». Гл. 13.

рование». Под саморегулированием понимается **самостоятельная и инициативная деятельность** (выделено мной – Д. П.) субъектов предпринимательской или профессиональной деятельности, содержанием которой является разработка и установление правил и стандартов предпринимательской или профессиональной деятельности, а также осуществление контроля за соблюдением требований законодательства в части осуществляемой предпринимательской или профессиональной деятельности и требований указанных правил и стандартов[1]. Под субъектами профессиональной деятельности понимаются физические лица, осуществляющие профессиональную деятельность (например, индивидуальные трейдеры).

Институт саморегулирования в первую очередь базируется на деятельности саморегулируемых организаций (СРО). Опыт развитых стран позволяет утверждать, что наличие в системе регулирования финансового рынка СРО – условие их успешного функционирования. Саморегулируемыми организациями, в соответствии с проектом вышеупомянутого ФЗ признаются «созданные в целях саморегулирования и основанные на членстве негосударственные некоммерческие организации, объединяющие субъектов предпринимательской деятельности по признаку единства отрасли или рынка производимых товаров (работ, услуг) или объединяющие субъектов одного вида профессиональной деятельности»[2].

Поскольку, как мы уже отмечали, для «маленьких игроков» слишком дорогим является участие в процессе выработки формальных правил, СРО и выступают главным посредником («фронт-офисом»[3] по выражению главы ФСФР В. Миловидова) между государственными органами, профессиональными участниками финансового рынка и их клиентами (в том числе населением). Институт СРО создается не административно, а «снизу». Поэтому и правила, которые они вырабатывают - это правила самих игроков.

---

[1] Федеральный закон о саморегулируемых организациях (проект). [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.akdi.ru/gd/proekt/093320GD.SHTM

[2] Федеральный закон о саморегулируемых организациях (проект). [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.akdi.ru/gd/proekt/093320GD.SHTM

[3] «фронт-офис» - система удаленного обслуживания клиентов.

Вопрос о роли СРО в системе регулирования финансовых рынков в России до сих пор не решен[1], хотя и активно обсуждается в последнее время[2]. Не выработана еще и концепция регулирования финансового рынка как единого и интегрированного. Так, саморегулируемые организации на валютном рынке, являясь по своим функциям таковыми (об этом сказано в уставах), не подпадают под действие законодательства по рынку ценных бумаг и регистрируют свой статус в форме некоммерческих организаций и некоммерческого партнерства.

В законодательстве существует 5 - 6 различных трактовок СРО, которые появлялись в разных законах, не состыкованных друг с другом. По составу они были и остаются до сих пор немногочисленными, превратившись, по сути, в монопольные организации, которые очень мало заботились об участниках рынка и их проблемах, плохо защищали интересы даже своих членов. Построены они по отраслевому принципу: на фондовом рынке – СРО НАУФОР, НФА, ПАРТАД, НЛУ и ПРОФИ, на валютном - некоммерческие организации НВА и КРОУФР[3].

Сейчас каждая из СРО выступает с инициативами развития рынка, разрабатывает стандарты работы своих членов, выражает свое отношение к законам или нормативным документам. Однако пока в большей степени они являются информационными бюро для своих участников, которые могут проконсультироваться там по интересующим вопросам. А некоторые из них также работают своего рода рейтинговыми агентствами, составляющими рейтинги своих участников.

---

[1] ФЗ о саморегулируемых организациях находится на рассмотрении ГД уже 5 лет.
[2] См., например: Лысихин И. Who is мегарегулятор? // Лысихин И.; Рынок ценных бумаг. 2007, № 5. Коланьков А. «Пути взаимодействия ФСФР и СРО // Коланьков А.; Рынок ценных бумаг. 2007, № 15.
[3] НАУФОР - Национальная ассоциация участников фондового рынка.
ПРОФИ - Профессиональный инсти тут размещения и обращения фондовых инструментов.
НФА – Национальная фондовая ассоциация.
ПАРТАД – Профессиональная ассоциация регистраторов, трансферагентов и депозитариев.
НЛУ – Национальная лига управляющих.
НВА – Национальная валютная ассоциация.
КРОУФР – Комиссия по регулированию отношений участников финансового рынка.

Главные проблемы, которые сейчас обсуждаются, заключаются уже не столько в статусе, сколько в том, какие функции СРО должны на себя взять. Активно обсуждается также проблема мегарегулятора в России.

Необходимо четкое понимание, зачем СРО присутствуют на рынке и какое место они занимают. Быть ли СРО частью регулятора или же быть независимой частью общей системы регулирования финансового рынка? Это важно определить потому, что, если СРО становятся частью регулятора, то тогда они будут выступать как продолжение ФСФР, т.е. возьмут на себя государственные функции. Если СРО остаются независимыми в своей деятельности, то тогда они будут в большей степени защищать интересы всех экономических субъектов. По этому поводу существуют разные мнения и вопросов больше чем ответов.

Как считает глава ФСФР В. Миловидов, ФСФР на сегодняшний день правомерно рассматривать как мегарегулятора (за исключением двух сфер регулирования - банковского и страхового надзора). Однако по таким характеристикам, как тип организации, система сбора отчетности, которая сегодня существует, обработка отчетности, объекты и способы проверки, в настоящее время мы не готовы быть мегарегулятором[1]. Я.М.Миркин считает, что для формирования в России мегарегулятора нет экономической базы, т.к. финансовый рынок раздроблен и основан на мелких финансовых институтах с низкой капитализацией[2].

СРО – по убеждению В. Миловидова[3] - это часть регулятора (ФСФР), а не просто составляющая рыночных институтов. Хотя СРО являются ассоциациями частных компаний, но по своим функциям должны занять место именно в государственной системе регулирования. Взаимосвязь «регулятор-СРО» даст хороший симбиоз государственного и рыночного подходов к регулированию финансового рынка.

---

[1] Коланьков А. Пути взаимодействия ФСФР и СРО // Коланьков А.; Рынок ценных бумаг. 2007, № 15.
[2] Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Миркин Я.М.; -М.: Альпина Паблишер, 2002. С. 348.
[3] Коланьков А. Указ. соч.

В. Плескачевский[1] считает, что существующие сегодня в России СРО (НАУФОР, ПАРТАД, и др.) являются продолжением регулятора (ФСФР), осуществляя его монопольные функции. В результате в России сложилась модель, по выражению В. Плескачевского, «квазисаморегулируемых» организаций, которые очень мало заботились об участниках рынках и их проблемах.

Сегодняшняя концепция саморегулирования, как считает В. Плескачевский, должна сводиться к следующему[2]. СРО - это некоммерческая организация, в отношении которой выдвинуты специальные требования по минимальному членству и материальной ответственности. Минимальное членство - 100 - 150 членов. Что касается материальной ответственности, то не может быть никаких прав, если нет ответственности, прежде всего материальной. Поэтому, помимо гражданско-правовой ответственности, предусмотрено страхование гражданской ответственности и создание компенсационного фонда при СРО. Именно солидарная ответственность лиц, которые, объединившись, создали компенсационный фонд, формирует интерес к надзору за своими членами - интересы, совпадающие с интересами регулятора, но не замещающие их, - отмечает В. Плескачевский.

Отличие СРО от обычной некоммерческой организации как раз и состоит в том, что ей вменяются функции организации рынка «снизу» в виде выработки правил контроля, стандартов и кодексов поведения, в т.ч. и этических, и контроль за соблюдений этих правил. Нарушение этих стандартов, выявления случаев обмана и мошенничества, а также меры наказания – все это может стать правилами, которые будут признаваться и поддерживаться экономическими субъектами.

Впрочем, и сами представители ФСФР понимают, что СРО в их нынешнем виде не в состоянии выполнять функции реального саморегулирования. Хотя сегодня СРО на финансовом рынке гораздо более опытны и профессиональны, чем те СРО, которые создаются в других секторах экономики, но они еще не

---

[1] Председатель Комитета по собственности Государственной думы РФ.
[2] Коланьков А. Указ. соч.

готовы стать частью системы регулирования, а готовы лишь выполнять функции лоббистов интересов профессиональных участников или финансовых институтов.

Многие представители СРО отстаивают концепцию независимости СРО от регулятора. П. Карягин из дилингового центра «Акмос Трейд» считает, что присутствие государства на валютном рынке (Forex) возможно в двух случаях[1]. Первый случай – это случай государственного (монопольного) регулирования данного рынка, но для рынка Forex эта ситуация практически невозможна, так как рынок глобальный. Второй случай – необходимость защиты и контроля. Государственные регулирующие органы должны выполнять в основном эту функцию. Во всех остальных случаях, когда государство вторгается в регулирование рынка, всем становится только хуже. Причем как участникам рынка, которые оказывают услуги, так и тем участникам рынка, которые ими пользуются.

Определение минимального размера первоначального депозита должно быть тщательно соизмерено с возможностями мелких инвесторов в России. Если этот размер окажется заградительной мерой, то «вход» на финансовый рынок для индивидуальных инвесторов может оказаться ограниченным. Условия и требования для вступления в члены СРО должны быть также дифференцированы в соответствии с финансовыми возможностями субъектов как это принято, например, в Великобритании (см. ниже).

Другой проблемой является определение условий предоставления отчетности и раскрытия информации. Если требования о предоставлении отчетности будут сопровождаться, как это часто бывает в России, расширением бюрократических процедур, тогда для частного инвестора это превратиться в дополнительные затраты и проблемы. Все процедуры, связанные с предоставлением отчетности так же должны быть «технологичны», т.е. на основе технологий уда-

---

[1] Веретенников Д. Рынок чистого пари. // Веретенников Д, Смоленская Е. D`. 2006, № 10(13).

ленного взаимодействия. Пребывание в качестве членов СРО экономические субъекты должны оценивать для себя как экономически оправданное.

ФСФР предлагает следующую схему. Профессиональный участник предоставляет отчетность в одну из саморегулируемых организаций, членом которой он является. В случае если профессиональный участник не является членом ни одной СРО, он представляет отчетность по своему выбору в одну из СРО или в территориальный орган ФСФР России, соответствующий местонахождению профессионального участника. Далее СРО незамедлительно передают отчетность в электронном виде в территориальный орган.

Выработка механизма сбора, переработки информации о деятельности всех участников финансового рынка, мониторинг отчетности – одна из первых проблем, которая должна быть решена. По мнению представителей СРО и дилинговых центров эта процедура должна быть «технологичной», т.е. сводить к минимуму личные контакты контролеров и контролируемых. Так, П. Ланськов член совета директоров ПАРТАД отмечает, что финансовый рынок - это единый механизм[1]. Сбор, анализ информации и стратегическое планирование - это основы регулирования, и они должны осуществляться на федеральном уровне технологическими методами - путем создания единой базы данных, унификации и совершенствования форматов отчетности. Для этого необходимо создать современную, соответствующую интернет-технологиям систему отчетности и регулирования финансового рынка в целом[2].

Надо заметить, что ФЗ о саморегулируемых организациях (проект) по многим позициям соответствует стандартам деятельности подобного рода организаций в западных странах, в том числе и в отношении раскрытия информации. Подтверждается добровольность членства в СРО. Предусматриваются специально разработанные правила раскрытия информации, обязательные для исполнения всеми сотрудниками СРО. ФЗ предусматривает, что должны быть установлены процедуры получения, использования, обработки, хранения и за-

[1] Коланьков А. Указ. соч. С. 8.
[2] Там же.

щиты информации, несанкционированное использование которой сотрудниками СРО может причинить или создать предпосылки для причинения имущественного ущерба и (или) морального вреда членам СРО. Предусматривается и ответственность за действия сотрудников, выразившиеся в неправомерном использовании информации, ставшей известной им в силу своего служебного положения[1].

Другой не до конца решенной проблемой является обязательное лицензирование профессиональных участников финансового рынка, или, в широком смысле - авторизация[2]. СРО здесь также могут выступить своего рода гарантом профессионализма своих компаний-членов. Сейчас готовится приказ об изменении порядка лицензирования. Суть этих изменений заключается в том, что, если профессиональный участник обращается по поводу лицензирования деятельности (направляет ходатайство и соответствующие документы) в СРО, которая рассматривает его и затем передает их в ФСФР, то в свою очередь Федеральная служба принимает решение о выдаче или отказе в течение 15 дней.

Еще одна проблема, которая требует решения – это проблема размеров собственного капитала СРО, а также материальная консолидированная ответственность. В. Плескачевский предлагает создавать компенсационные и страховые фонды в рамках СРО. Подобные предложения высказываются и некоторыми представителями СРО (см. ниже)

Становление системы регулирования финансовых рынков в России идет трудно. Разрабатываются лишь подходы (концепция) к созданию системы регулирования (или мегарегулирования) на финансовых рынках. Такая система необходима, прежде всего, для синхронизации, гармонизации финансовых рынков, создания общих подходов к авторизации профессиональных участников рынка ценных бумаг. О реальной эффективной защите всех экономических субъектов, как со стороны федеральных органов, так и со стороны СРО в России речь пока еще не идет. Проблемы все еще обсуждаются.

---

[1] Федеральный закон о саморегулируемых организациях (проект). [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.akdi.ru/gd/proekt/093320GD.SHTM

[2] Авторизация – выдача лицензий и подтверждение полномочий.

Институт саморегулирования в соответствии с концепцией О. Уильямсона, Э. Фуруботна, Р. Рихтера можно рассматривать как разновидность частного порядка улаживания конфликтов, как «субинститут» или как дополнение к средствам юридической защиты в юридически оформленных или неоформленных отношениях, которые было бы сложно или невозможно проверить в суде. Частный порядок улаживания конфликтов …состоит в выборе *подходящей структуры управления*, чтобы помочь в разрешении споров»[1].

Л. Зингалес и Р. Раджан предостерегают об опасности чрезмерного государственного регулирования финансовых рынков. «К сожалению, слишком часто государство оказывает помощь крупным компаниям, приводя в исполнение ограничение конкуренции. Эти ограничения лучше всего проявляются в подавлении финансовых рынков во многих странах на протяжении большей части истории. Свободные финансовые рынки не только представляют собой проблему для влиятельных финансистов, но и порождают конкурентов для промышленников, следовательно, возникает необходимость либо их прямого подавления посредством законодательных актов, либо поддержание низкого уровня развития нужных для рынка институтов»[2].

Поэтому ныне существующая ситуация с точки зрения развития финансового рынка как рынка «для всех» может быть даже предпочтительнее (менее затратная для частных инвесторов), которую можно охарактеризовать как ситуацию «благотворного невмешательства». Эту ситуацию авторы называет так: «решение проблемы путем ее игнорирования»[3]. Подобную позицию занимал в свое время и А. Гринспен будучи главой ФРС США. Высказываясь по поводу развития электронных финансов и онлайновой торговли, он заметил, что эти технологии создают больше возможностей, чем проблем. Действия регуляторов

---

[1] Фуруботн Э. Указ. соч. С. 211-223, а также С. 627,.
[2] Зингалес Л. Указ. соч. С. 375.
[3] Там же. С. 399.

не должны опережать их развитие, а должны лишь способствовать их развитию[1].

Такая позиция регулятора предпочтительнее ситуации ограничения конкуренции. Если же будут приняты законы (формальные правила), отвечающие интересам крупных игроков, то о свободном финансовом рынке можно забыть, доступ для индивидуальных инвесторов на рынок будет затруднен. Индивиды, действующие на финансовом рынке, будут вырабатывать собственные стратегии (модели) поведения и создавать социальные сети сотрудничества и координации, не принимающие, зачастую, вид явных соглашений. В совокупности система формальных институтов и система неформальных институтов самоорганизации, также защищаемых и поддерживаемых государством и СРО, могут определить адаптивную эффективную траекторию развития.

[1] Greenspen A. “Electronic finance” remarks at the 9th Annual Financial Markets Conference sponsored by the Federal Reserve Bank of Atlanta // Sea Island. 2000. Oct. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.federalreserve.gov//boarddocs/speeches/2000/20001016.htm

3. Организация валютного рынка (Forex) в России

3.1. Самоорганизация рынка. Интернет-сети и институты

В последние годы в экономической науке все больше обращается внимание на исследование проблем самоорганизации рынков в результате развития информационно-коммуникационных технологий.

Интернет, по выражению Г. Рейнгольда – это «изобретение инновационной общей собственности»[1]. Некоторые наиболее важные программные продукты, сделавшие возможным появление Интернета, не передавались в собственность никакому коммерческому предприятию. Однако в основе успеха Интернет лежит не только физическая составляющая (микропроцессоры и коммуникационные сети), но, прежде всего «в основе Сети также лежат совместные общественные договоры»[2]. И далее: «Этот новый общественный договор позволяет создавать и поддерживать общественные блага, ведя к образованию общих для всех информационных ресурсов»[3].

Поскольку в данной работе мы рассматриваем валютный рынок (Forex) как большую информационную систему, отношения, возникающие в результате совместного пользования информационными ресурсами Интернет, имеют определенное значение для изучения проблемы самоорганизации рынка.

В качестве примера общественного договора Г. Рейнгольд приводит возникший еще в 1960-е годы *неофициальный* «общественный договор между хакерами» (первоначально слово «хакер» обозначало создателей вычислительных систем) под названием «хакерская этика». Вот ее основные положения: неограниченный и полный доступ к ЭВМ; свобода информации; неизменное следование «практическому императиву», то есть внутренней потребности приложить

---

[1] Рейнгольд Г. Указ. соч. С. 81.
[2] Там же.
[3] Там же

руки к тому, что требует усовершенствования или переделки; недоверие властным полномочиям – продвижение децентрализации.

Как видим, на первом месте у создателей вычислительных систем была, по сути, общественная идеология, а лишь затем, через десятилетия, рыночное общество коммерциализировало Интернет (инициатором был Билл Гейтс). Общественная сеть означает, что каждый человек является узлом, ячейкой во Всемирной Паутине (www), потребляя, перерабатывая и поставляя информацию, заключая различные сделки. Интернет и Сеть, при создании возникли как общая собственность и это заложило основы и для последующего сохранения «коммунальности» этого ресурса (не случайно и другое название Интернет - Всемирная деревня). Всемирная сеть позволяет людям совместно действовать на глобальных рынках, никогда не встречаясь лично, извлекать из этого доходы. Открываются новые возможности общественной коммуникации и сотрудничества.

Институты, определяющие правила взаимодействия и сотрудничества (организации) экономических субъектов, в первую очередь индивидов, на финансовом рынке, дополняются институтами, возникающими в результате обмена информацией и общением в Интернет-сети.

Э. Фуруботн и Р. Рихтер считают: «Заключение неявных соглашений (социальных отношений) ведет к формированию структуры, которая достаточно устойчива во времени. Эти соглашения нужно рассматривать не только как компоненты социальной структуры, но и как *ресурсы для индивидов*. Для характеристики этих ресурсов используются и другие термины: «социальный капитал, «организационный капитал»[1]. В связи с возможностями, которые предоставляет каждому Сеть, вполне применим термин «сетевой капитал». Современный общественный капитал дополняется *сетевым капиталом*, который Г. Рейнгольд определяет как: «возможность пользоваться технологической сетью

[1] Фуруботн Э. Указ. соч. С. 39.

для связи с общественными сетями и использовать эти сети ради собственной выгоды»[1].

«Наиболее ценным активом, принадлежащим людям обычно является их человеческий капитал. Лучшая помощь, которую государство может предложить своим гражданам в этом изменчивом мире, состоит в создании и поддержке ценности этого капитала, потому что гибкий человеческий капитал – лучшая форма страхования»[2]. Возможность пользоваться Сетью сама по себе выступает важнейшим *ресурсом* индивидов, которые и реализуют ее как капитал[3].

В ряде работ западных исследователей доказывается, что рост ценности сетевого капитала обусловлен ростом производительности. Главным фактором здесь выступает инновационная технология. Технология всегда способствует росту производительности труда. Но инновационная технология является условием взрывному росту производительности труда. В связи с исследованием роста ценности информационных технологий были открыты математические законы роста[4].

Д. Рид считал, что ему удалось обнаружить существенный *экономический сдвиг* в определении ценности сетевого капитала. Этот сдвиг заключается в том, что группообразующий фактор (т.е. когда люди, пользующиеся Сетью, сбиваются в группы) сам по себе способствует росту ценности общего блага[5]. Закон Рида связывает ценность Сети не только с производительностью самой технологии, но и отражает влияние на Сеть социальных сообществ. *Институт сотрудничества важен сам по себе как фактор самоорганизации системы.* Это

---

[1] Рейнгольд Г. Указ. соч. С. 274.
[2] Зингалес Л. Указ.соч. С. 410.
[3] Концепции «социального капитала», «организационного капитала» а также «сетевого капитала» могут быть предметом отдельного исследования. Мы разделяем здесь подход, в частности представленный в работах Э. Фуруботна, Р. Рихтера , Г. Рейнгольда, Л. Зингалеса и Р. Раджана , что знания, умения могут выступать ресурсом для формирования капитала индивидов. В этой связи можно заметить, что министр образования А. Фурсенко заявил в ноябре 2006 г., что в 2007 г. все школы России будут подключены к Интернет.
[4] Более подробно см.: Reed Dr.. That Sneaky Exponential—Beyond Metcalfe's Law to the Power of Community Building. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.contextmag.com/archives/199903/digitalstrategyreedslaw.asp Дэвид Рид – профессор Гарвардской школы бизнеса.
[5] Reed Dr. That Sneaky Exponential—Beyond Metcalfe's Law to the Power of Community Building. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.contextmag.com/archives/199903/digitalstrategyreedslaw.asp

снижает издержки экономических агентов на осуществление трансакций, а также издержки контроля и принуждения для государства.

Если экономические субъекты, действующие, например, в рамках Интернет-трейдинга, заинтересованы в сотрудничестве и соблюдении правил, в «добровольном порядке поддержания правил», то это способствует добровольной защите контрактных отношений (соблюдению правил).

На экономическое поведение субъектов в Интернет-трейдинге дополнительное влияние начинает оказывать и так называемая Интернет-культура, которую часто называют субкультурой виртуальной сети. К частям этой культуры относятся: форумы, блоги, чаты, где люди могут вести интерактивную беседу, обмениваться мыслями, предложениями, черпают информацию, консультируют друг друга. Сеть обеспечивает доступ и к своеобразному арбитражному форуму, который позволяет обмениваться мнениями (в том числе и негативными) о деятельности тех или иных участников сделок. Развитие таких виртуальных сообществ позволяет уже вырабатывать своего рода кодексы поведения и систему правил и репутаций, существующие лишь в памяти участников и которые можно отнести к неперсонифицированным социальным нормам. Г. Рейнгольд отмечает низкий уровень обмана в группообразующих сетях, например в таких как самоорганизующая сеть вокруг общих увлечений[1].

«Низкий уровень обмана не является следствием человеческой порядочности. Напротив, умные толпы[2], использующие сеть для своей выгоды, непременно становятся мишенью более умных толп, которые пытаются отыскать лазейки в системе; и происки более умных толп побудят к действию еще более умные толпы, которые создадут улучшенную систему репутаций с учетом ставших известными видов обмана»[3]. Этот метод стал известен как метод коллективной фильтрации.

---

[1] Рейнгольд Г. Указ. соч. С. 179.

[2] «Умные толпы» состоят из людей, способных действовать согласованно, даже не зная друг друга. Рейнгольд Г. Указ.соч. С.179.

[3] Resnick Paul et al. Reputation systems: Facilitating Trust in Internet Interactions. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.si.umich.edu/~presnick/papers/cacm00/reputations.pdf

Сделки и контракты требуют защиты. Сами экономические агенты образуют «добровольный правовой порядок, который спонтанно строится снизу максимизирующими полезность индивидами»[1]. Такое строительство порядка «снизу» на финансовых рынках представлено правилами, которые вырабатывают индивиды в процессе исполнения контракта, правила саморегулируемых организаций, а также правилами, которые является результатом переработки информации, поступающей от общения на форумах. К последним мы и относим, в частности, институт репутаций.

Известно, что любая денежная сделка представляет собой «дилемму заключенного», где каждый старается получить выгоду за счет неудачи противной стороны. Соблазн надувательства велик в любом сообществе. Об этом хорошо написано у О. Уильямсона. Интернет-сделки можно отнести к рискованным проявлениям денежных сделок. В этом случае система онлайновой обратной связи предоставляет дополнительную информацию к формированию репутации участников сделки. В дальнейшем субъекты, совершающие сделки в Интернет-сети, будут ориентироваться именно на поставщиков с солидной репутацией. Дорожить солидной репутацией становится правилом, взаимоотношения приобретают черты длительных отношений. Это относится, конечно, к любым сделкам на любом рынке. Общение посредством форумов в Интернет предоставляет больше возможностей в получении информации о контрагенте.

Экономическое обоснование необходимости разработки репутационных систем в Сети все чаще становится предметом исследования ученых. Российский исследователь данной проблемы А. Ляско, анализируя институт поддержания доверия в Интернет – сделках[2] отмечает, что, в условиях, когда в России практически еще отсутствуют формальные правила, направленные на защиту участников онлайновых обменов от мошенничества, «участники обмена выну-

---

Пол Резник – профессор отделения информатики Мичиганского университета, первым предложил метод коллективной фильтрации. Также является создателем PICS (The Platform for Internet Content Selection) - протокола для обмена рейтинговой информацией.

[1] Фуруботн Э. Указ. соч. С. 18

[2] Ляско А.К. Институты поддержания доверия в Интернет-сделках // Ляско А.К.; Экономическая наука современной России. 2006, № 1 и 2. А.Ляско исследует такие формы онлайновых обменов, которые относятся к электронной коммерции, как «онлайн - аукционы», «интернет-магазины», где уровень обмана особенно высок.

ждены прибегать к неформальным институтам, которые могли бы поддержать доверие между сторонами». К таким неформальным институтам А. Ляско относит: распространение рыночной информации об истории рыночных взаимодействий с данным агентом; создание и поддержание систем индивидуальных репутаций на основе полученных информационных сигналов; создание и поддержание инструментальных способов управления трансакциями на основе индивидуальной репутации[1].

Эти выводы А. Ляско в определенной степени относятся и к электронным финансовым сделкам, где репутация важна, например, при выборе ДЦ или Интернет-брокера. Однако есть и существенное различие. Защита индивидуальных контрактов, которые открывают доступ к ЭТС, на порядок выше, чем в электронной коммерции, т.к. здесь вступают в силу требования ЭТС и нормы регламента, а также юридические права, нарушение которых «технологически» сложно и экономически невыгодно.

Представленные выше рассуждения позволяют нам сделать некоторые общие выводы, касающиеся структуры неформальных правил, складывающихся в ходе заключения и исполнения электронных сделок на финансовом рынке (в т.ч. на Forex).

Институты самоорганизации мы рассматриваем как *систему неформальных правил, вырабатываемых самими экономическими субъектами на основе обучения, переработки и использования информации.* Эти правила сами по себе имеют экономическую ценность, поскольку они позволяют вырабатывать эталонное экономическое поведение (на которое будут равняться другие), черпать дополнительную информацию, поддерживать доверие (или недоверие) к тем или иным экономическим субъектам, объединять усилия с помощью института саморегулируемых организаций, что в целом снижает издержки и повышает эффективность осуществления трансакций. Сделки характеризуются непрерывностью и наращиванием оборота.

---

[1] Ляско А. Указ.соч. ЭНСР.№ 1. С.40.

Можно сформулировать общие принципы институтов самоорганизации для рынков, которые мы рассматриваем как большую динамичную информационную систему, в данном случае применительно к электронному рынку (Forex):

- добровольность и заинтересованность участия в выработке правил с целью защиты собственных интересов;

- открытость и доступность *для всех;*

- возможность непрерывных корректировок поведения и решений. Экономическое поведение может корректироваться (изменяться) на основе постоянно изменяющейся информации. Здесь большое значение имеет опыт использования информации с корпоративных Интернет-сайтов, форумов;

- поддержка индивида в его взаимоотношениях с институтом СРО и формальными структурами (правительственными структурами);

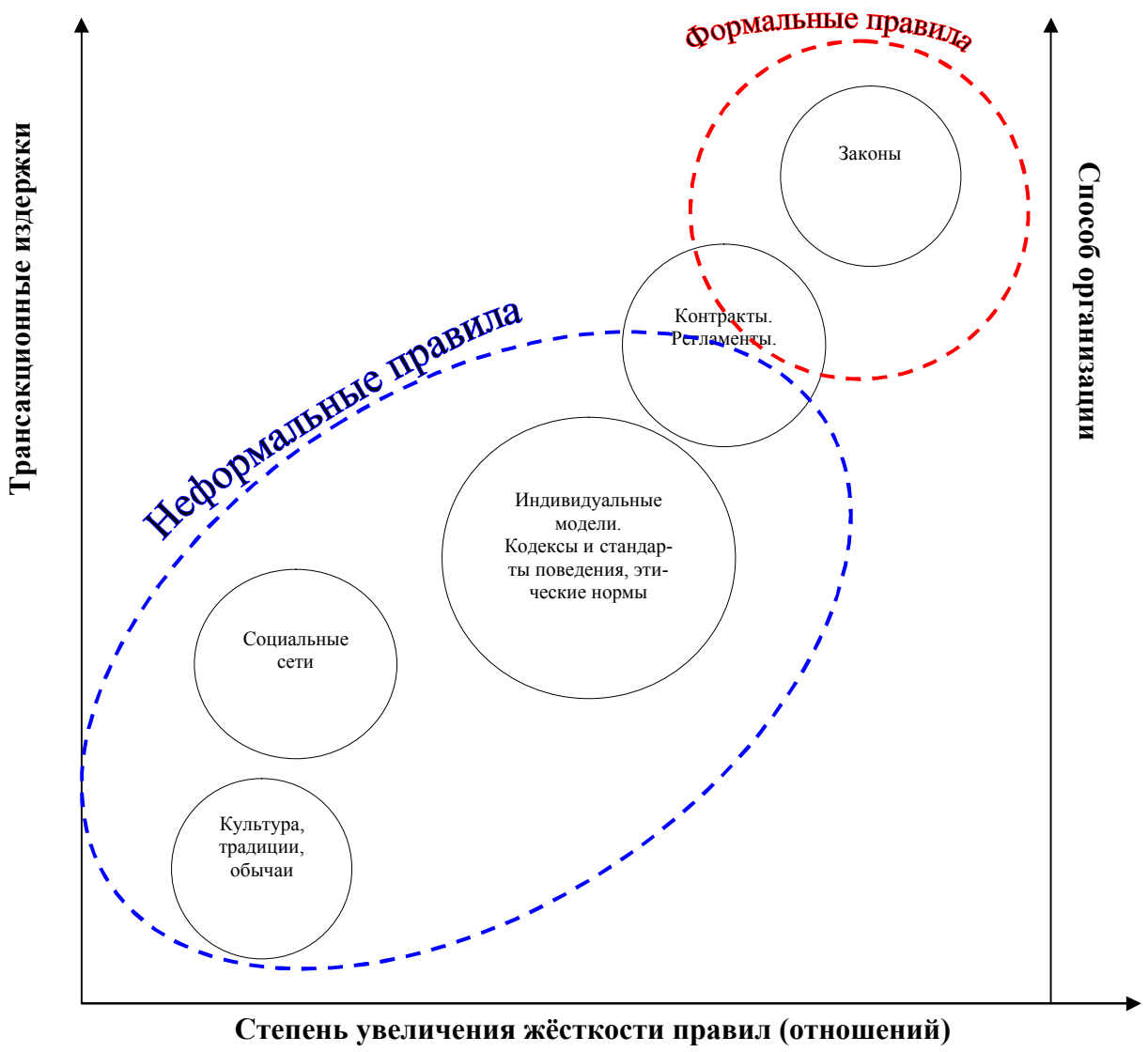
- поддержание (или не поддержание) доверия и репутаций. В условиях неопределенности и неполноты информации взаимоотношения экономических субъектов основаны на институтах доверия и репутации, а также негласных кодексах поведения. Репутация имеет значение. Например, для повышения эффективности самоорганизации финансового рынка в России в начале 2007 г. был разработан и находится на стадии обсуждения Кодекс безупречной банковской практики (в последствии он принял вид Стандарта), который предполагает выработку механизма доверия в системе «банк – клиент» путем принятия стандарта таких важнейших неформальных правил цивилизованного рынка банковских услуг, общих для всего финансового рынка, как информационную открытость и прозрачность деятельности, защиту интересов клиентов и соответственно повышения доверия, а также принятие этических норм и принципов социальной ответственности[1]. Отрадно, что банки как базовые институты инфраструктуры финансового рынка России, наконец, приступили к выработке таких норм. Подобные нормы являются обязательным атрибутом в деятельности СРО;

---

[1] См. подробнее «Деньги и кредит». 2007, № 2, С. 3-10. «Банковское дело» 2007, № 5, С. 2-8.

Всю совокупность формальных и неформальных связей (правил), вырабатываемых на разных уровнях организации валютного рынка (Forex) схематично можно представить так.

Рис. 3. Зависимость уровня трансакционных издержек от способа организации финансового рынка



В данном рисунке находят отражение: степень жесткости правил (отношений), иерархия правил, и уровень затрат на ее поддержание. Неформальные (нежесткие) правила находятся внизу взаимосвязей с точки зрения затрат на их поддержание. К таким правилам мы относим: собственную защиту контрактов путем выработки субъективной модели принятия решений в ходе заключения и

исполнения контракта; правила экономического поведения, направленные на поддержание «эталонного» поведения и следование ему; правила, вырабатываемые СРО (стандарты и кодексы поведения, этические нормы, которые представляют собой уже уровень промежуточных правил, поскольку их нарушение может сопровождаться наказанием со стороны СРО, а, значит ростом затрат для субъекта рынка).

Верхний уровень иерархии – государственный, или уровень формальных правил, требует наибольших затрат, т.к. связан с необходимостью создания системы принуждения.

Стабильность институциональной системы (или институциональное равновесие) обеспечивается совокупным набором этих ограничений, т.е. это ситуация, когда, по выражению Д. Норта, «ни один из игроков не считает для себя выгодным тратить ресурсы на реструктуризацию соглашений»[1].

Институциональные изменения, присущие периоду трансформации, требуют дополнительных ресурсов. Для государства - это затраты, связанные с введением новых норм, для индивидов – это выработка новых норм поведения посредством обучения. Стремление к самоорганизации и кооперации есть результат обмена информацией и ее переработки. Новые знания побуждают индивидов к выработке новых моделей поведения, которые могут стать адекватными новым формальным правилам. И наоборот. В этом коротко заключается суть инкрементных изменений. Государство должно следить за соблюдением не только формальных правил, но и поддерживать те правила самоорганизации рынков, которые доказали свою эффективность (с точки зрения снижения затрат для участников сделок и непрерывности сделок), т.к., в конечном счете, именно эти правила служат источником и для формальных правил. Как отмечал Д. Норт, «одна из основных функций неформальных ограничений состоит в том, чтобы модифицировать, дополнять или расширять формальные правила»[2].

---

[1] Норт Д. Указ соч. С. 112.
[2] Норт Д. Указ соч. С. 114.

3.2. Организация валютного рынка (Forex) в развитых странах: возможности использования опыта

Экономические институты в развитых странах складывались на протяжении вековой практики взаимоотношений экономических агентов. Вся история развития и организации финансового рынка в таких странах как США, Великобритания и некоторых других странах отличалась либеральными институтами[1] (Приложение 11). Базовые институты финансового рынка США, Великобритании как эффективные образцы складывались на протяжении столетий и в своей основе как институты частно-рыночной экономики сохраняются и поныне.

Финансовая глобализация как один из самых динамичных процессов современности, также сопровождается дерегулированием, либерализацией и значительными институциональными изменениями.

Финансовые системы США и Великобритании институционально схожи, созданы и функционируют в основном как *системы инвестирования*, где главную роль играют институциональные инвесторы и население. Как считают некоторые исследователи, в условиях глобализации финансовый рынок США представляет собой центр мирового финансового рынка, информационные сигналы которого формируют предпочтения инвесторов и влияют на выработку индивидуальных моделей поведения во всем остальном мире[2]. Также и правила организации финансового рынка США во многом задают траекторию развития в организации рынков в других странах.

В работе не ставится задача рассмотреть подробно историю развития и становления институциональной среды финансовых рынков в западных странах. Остановимся подробнее на примерах организации финансовых рынков (в данном случае Forex) в США и Великобритании с точки зрения выработки эф-

---

[1] Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики/ Норт Д.; Пер. с анг. Нестеренко А.Н. –М: Фонд экономической книги «Начала». 1997.
Стиглиц Д. Ревущие девяностые. Семена развала. 2005.
Зингалес,Л., Раджан Р. Спасение капитализма от капиталистов: Скрытые силы финансовых рынков – создание богатства и расширение возможностей. 2004.

[2] Евстигнеев В.В. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. Гл.4. Мировой фондовый рынок и интересы России. С.220-249.

фективных правил защиты. В качестве примера выбраны США и Великобритания, поскольку США, по мнению в частности В. Евстигнеева, задают модели организации данного рынка во всем мире. Великобритания, в частности Лондон, кроме того, что является одним из крупнейших мировых финансовых центров, является весьма привлекательным местом для совершения сделок для российских инвесторов[1].

Соединённые Штаты Америки. Благодаря многолетнему опыту американцы создали достаточно эффективный механизм контроля за деятельностью компаний с целью защиты инвесторов, которые работают на рынке Forex. В США права инвесторов, осуществляющих сделки на Forex, защищены формальными нормами, а также правилами саморегулируемой организации.

Торговля фьючерсными контрактами началась в США более чем 150 лет назад и с 1920-х годов регулируется федеральным правительством. Сегодня фьючерсные рынки является одними из наиболее организованных в Соединенных Штатах. Каждый человек или фирма, производящая фьючерсные сделки от имени клиентов или специализирующаяся в консультациях по фьючерсным рынкам, обязаны быть зарегистрированы (фирма - лицензирована) и должны следовать законам и правилам, созданным для защиты инвестора.

Каждое частное лицо или фирма, оказывающая клиентам услуги по торговле на Forex и фьючерсов в США, обязана быть зарегистрирована в государственной Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC) и являться членом некоммерческой саморегулируемой Национальной фьючерсной ассоциации (NFA). Именно NFA можно отнести к тем институтам, который Д. Коммонс определил как «коллективное действие по контролю за индивидуальным действием[2]».

Комиссия по Торговле Товарными Фьючерсами (CFTC) была создана Конгрессом США в 1974 году как независимое правительственное агентство с задачей регулирования рынков фьючерсов и опционов в Соединенных Штатах.

---

[1] В 2006 году, например, 61% стоимости IPO российских компаний пришлось на LSE. IPO Северстали на 100% размещено на LSE. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.offerings.ru

[2] Цит. по: Фуруботн Э. Указ. соч. С. 48.

Все компании-брокеры, которые предоставляют возможность торговать на Forex или на рынке фьючерсных контрактов - на металлы, товары, на ту же валюту - обязательно должны быть зарегистрированы в CFTC. Брокеры, которые занимаются торговлей на Forex, также должны пройти лицензирование NFA. CFTC защищает экономическую целостность фьючерсных рынков США и усиливает их конкурентоспособность и эффективность, путем укрепления их *деловой честности, защиты участников рынка от манипуляций, злоупотреблений и мошенничества,* а также путем обеспечения должного выполнения процесса клиринга. Комиссия возглавляется пятью уполномоченными, назначенными президентом Соединенных Штатов и утвержденными Сенатом[1].

Самые важные законы и нормы Комиссии включают: Закон о Товарном Обмене (Commodity Exchange Act), Закон о Модернизации Товарных Фьючерсов 2000 года (CFMA), Правила Комиссии, Регуляционные Нормы и Процедуры, Закон по Борьбе с Отмыванием Денег. Некоторые из требований CFTC см. в Приложении 12.

Регистрация в CFTC требует от компании подчинения правилам CFTC. Это исключит возможность злоупотребления средствами инвесторов. Американские брокеры, зарегистрированные в CFTC, обязаны следовать строгим правилам поведения при обслуживании клиентов и работе с потенциальными клиентами. Эти правила созданы с целью того, чтобы не позволить брокеру злоупотреблять отсутствием достаточной информации и доверием клиента. Например, брокерам запрещено обещать клиентам какие-либо точные нормы прибыли или не ознакомлять клиентов с риском, заключающимся в торговле фьючерсами. Также запрещены определённые методы предложения услуг, при которых клиента заманивают открыть счет, не взирая на отсутствие у клиента знания основных принципов фьючерсной торговли. Существует множество других правил, которые принуждают брокеров действовать согласно высоким этическим стандартам.

---

[1] Сайт CFTC. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cftc.gov

Национальная Фьючерсная Ассоциация - это некоммерческая *саморегулируемая организация* фьючерсной индустрии США. NFA начала свою деятельность в 1982 году с намерением охранять этичность фьючерсных рынков и защищать интересы инвесторов. На сегодняшний день, NFA насчитывает приблизительно 4200 членов и 50000 ассоциированных членов (представители фирм, являющимися членами NFA). Главной функцией NFA является установление тщательного контроля, в целях строгого подчинения членами NFA федеральным законам и правилам, созданных CFTC. NFA также имеет свои *собственные правила*, введенные для того, чтобы обеспечить этичное отношение к инвесторам и защитить их от обмана и манипуляции[1]. Успех подхода NFA к регулированию может быть измерен многими способами. Например, за два десятилетия после начала деятельности NFA, объем торгов на фьючерсных биржах США увеличился на 400 процентов. В это же время, количество жалоб от инвесторов снизилось на 72 процента[2]. Способы NFA для борьбы с мошенничеством и злоупотреблениями – правила организации рынка Forex (Примеры применения этих правил см. Приложение 13):

- *Тщательный надзор*. NFA применяет тщательные и строгие процедуры проверки для контроля всех фирм и частных лиц, желающих заниматься бизнесом с общественностью на любой фьючерсной бирже США. NFA имеет полномочия отказать, отнять, ограничить или приостановить действие членского статуса любой фирмы или частного лица. NFA проводит регулярные финансовые аудиты и ревизии документов и отчётности всех своих членов с целью обеспечения точного соблюдения законодательных требований, что гарантирует полную защиту клиентских средств и выполнение обязательств.

- *Правила «с зубами»*. NFA приняла ряд строгих правил, относящихся к рекламе, телефонным предложениям, оглашению риска, оглашению сборов, минимально требуемому капиталу, тестированию профессиональных знаний и т.д. NFA имеет полномочия применить дисциплинарные меры против любой

---

[1] Информация по NFA взята с сайта NFA: [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.nfa.futures.org
[2] Форум брокерского дома Water House Capital. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.procapital.ru/showthread.php?t=2780

фирмы или частного лица, нарушающего правила NFA. Дисциплинарные меры варьируются по строгости от «предупредительного письма» за незначительные нарушения, до формальных исков. Наказание, связанное с иском может быть назначено в виде исключения или приостановления членства на установленный срок, запрет на какую-либо будущую связь с любым членом NFA, выговор, суровый выговор и штраф в размере до $250 000 за каждое нарушение. NFA также сотрудничает с CFTC, ФБР и другими правоохранительными органами в судебных преследованиях.

- *Борьба с «брокерами-мошенниками».* В 1993 году, NFA приняла правило «о телемаркетинге» с целью минимизировать вероятность обманных и манипуляционных методов предложения брокерских услуг. Новые процедуры требуют записи телефонных разговоров на магнитную ленту и хранения этих записей, а также удовлетворения увеличенных минимумов по капиталу и подачи всех рекламных материалов в NFA на одобрение. Внедрение этого правила значительно снизило число «проблемных фирм» и «брокеров-мошенников» во фьючерсной индустрии.

- *Помощь в предоставлении информации и принятии финансовых решений.* С момента своего создания, NFA прилагала усилия для того, чтобы обеспечить инвесторов инструментами, необходимыми для принятия информированных финансовых решений. В 1998 году, NFA ввела в действие систему под названием «Background Affiliation Status Information Center» (BASIC). Система BASIC содержит текущую и прошлую регистрационную информацию обо всех настоящих и бывших членах CFTC. Система также указывает сведения о дисциплинарных мерах, примененных NFA, CFTC и какими-либо фьючерсными биржами США.

Также NFA опубликовала ряд образовательных брошюр с целью помочь инвесторам понять принципы действия фьючерсных рынков, а также рисков и возможностей, заключающихся в трейдинге. NFA предоставляет эти материалы бесплатно. Арбитражная программа NFA стала основной ареной для разрешения разногласий между трейдерами, инвесторами и брокерами. А в 2001 году

NFA стала первой в финансовой индустрии регулирующей организацией, начавшей приём арбитражных заявлений через Интернет. Наличие возможности для любого трейдера воспользоваться услугами арбитражного суда NFA радикальным образом изменило качество предоставляемых брокерами услуг, снизило вероятность противоправных действий и послужило одним из главных факторов становления цивилизованного рынка Forex и фьючерсов во всем мире.

- *Защита инвестора.* Как NFA рассматривает и принимает решения по искам инвесторов? NFA начала свою арбитражную программу в 1983 году, предложив удобный, эффективный и недорогой способ для разрешения споров и устранения разногласий. С тех пор, арбитраж NFA стал основной ареной для разрешения диспутов во всей фьючерсной индустрии. В октябре 2001 года, NFA стала первой в финансовой индустрии регуляторной организацией, начавшей приём арбитражных заявлений через Интернет. Если необходимо официальное слушание, его можно назначить в удобное для обеих сторон время и место. Инвестор может воспользоваться услугами адвоката, но это не обязательно (таким образом, нет нужды платить за юридические услуги).

Основная миссия NFA направлена на то, чтобы регулировать отношения между частным инвестором и брокером, и приоритетной задачей является защита частных инвесторов. Неважно, откуда клиент - с Украины, с России или еще откуда-то. Работая с американским брокером, деятельность которого находится под контролем NFA, клиент всегда вправе рассчитывать на *защиту* со стороны этой организации. И если клиент не может решить свой вопрос непосредственно с брокером, то он вправе обратиться в специальный арбитражный комитет NFA, который проведет большую работу по выяснению данной ситуации, причем за счет собственных средств.

NFA принимает меры, решает, кто в этой ситуации прав. Если брокер был неправ, то, естественно, вопрос будет решен в пользу клиента, а к самому брокеру будут применены санкции.

В США существует достаточно много ограничений (как формальных так и неформальных), которые компании-брокеры на Forex должны соблюдать. Такие, например, как требования к персоналу: каждый сотрудник, который обслуживает заявки клиентов, обязан пройти лицензирование Национальной ассоциацией дилеров. Есть требования, к риск-менеджменту - компания должна управлять своими рисками. Это обязательное правило, которое нужно неукоснительно соблюдать. Есть требование к минимальному собственному капиталу компании. Если сейчас компания собирается начать деятельность в США, она должна зарезервировать как минимум 1,5 миллиона долларов США в качестве неприкосновенного капитала[1]. Появилась информация о предполагаемом увеличении капитала до 5млн.$[2]. Есть и масса других требований, в том числе - к программному обеспечению, к процессам внутри компании. Также есть различные законы, которые напрямую относятся к деятельности брокеров на финансовых рынках - по противодействию отмыванию средств и прочее. Есть этические нормы и стандарты. В общем, есть очень много правил, которые были выработаны на протяжении длительной практики взаимоотношений экономических субъектов на финансовом рынке.

В то время как финансовые рынки в России и других странах, находящихся на этапе трансформации, были и продолжают быть перегружены «менее чем честными» компаниями, предлагающими финансовые услуги и продукцию, правительственные органы этих стран ещё не смогли создать эффективный механизм контроля и защиты. В результате этого, существует масса историй о финансовом мошенничестве.

Во фьючерсной индустрии Соединенных Штатов такие истории также существуют и обычно заканчиваются суровым наказанием (см. Приложение 13). Долгая история развития финансовых рынков дала возможность американским законодателям, саморегулируемым организациям и самим экономическим

---

[1] On-line конференция с участием П. Татарникова – вице-президент американской брокерской компании Forex Club Financial Company Inc. 12 сентября 2006г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.km.ru/conference/index.asp?data=12.09.2006%2013:00:00&archive=on

[2] Интернет-сайт КРОУФР. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.kroufr.ru/forum/index.php/topic,4422.0.html

агентам научиться не только распознавать и преследовать всевозможные формы мошенничества, но также предотвращать их. Поэтому организация финансового рынка США признана самой эффективной в мире. Финансовый рынок США функционирует по тем правилам, о значении которых еще в 1934 г. писал Д. Коммонс. «Кооперация возникает…вследствие преднамеренного действия, рассчитанного на достижение новой гармонии интересов среди стремящихся к этому участников кооперации»[1].

Великобритания. В Великобритании также сложилась весьма эффективная система контроля за деятельностью профессиональных участников финансовых рынков, а также система защиты инвесторов от злоупотреблений и мошенничества. В соответствии с законодательством все фирмы, работающие на финансовых рынках, должны проходить авторизацию в соответствующих организациях. До 2000 года различные сферы финансового рынка страны имели профильных регуляторов. Начиная с 2001 года регулированием рынков занимается одна организация - Financial Services Authority (FSA)[2]

Эта организация появилась в 1985 году и называлась тогда Совет по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board, SIB). В 1997 году она была переименована в FSA. В 1998 году к FSA перешла и функция надсмотра за банковской системой страны[3]. В июле 2000 года, к FSA перешли функции ряда других регулирующих организаций. В 2005 году к FSA перешли функции надзора за страховым сектором[4]. В ходе идущих реформ в финансовой системе Великобритании к FSA переходят обязанности надзора и контроля **всего** финансового сектора (в том числе Forex). Таким образом, в Великобритании складывается система мегарегулятора, что соответствует процессам интегрированности различных сегментов финансового рынка.

---

[1] Цит. по: Фуруботн Э. Указ. соч. С. 48.
[2] Информация о деятельности FSA приводится на основе сайта: [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fsa.gov.uk/
[3] Интернет-сайт FSA. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Who/History/index.shtml
[4] Там же.

FSA — некоммерческая организация, содержится за счет системы членских взносов. Для вступления в нее необходимо соответствие определенным требованиям. К ним относятся годовой взнос (обеспечивает большую часть финансовых средств организации), а также различные дополнительные и целевые взносы. Стоимость входа в организацию дифференцируется в зависимости от размера компании, отраслевой принадлежности и рассчитывается по определённой формуле.

После включения в ряды FSA деятельность (сделки) юридических и физических лиц на финансовом рынке находится под постоянным контролем организации. Все, кто по тем или иным параметрам опускается ниже стандартов FSA, подлежат дисциплинарным и финансовым взысканиям. К важнейшим стандартам FSA относятся: обязательное лицензирование деятельности, требования к минимальному размеру собственного капитала, стандарты отчётности, этические нормы.

На финансовом рынке Англии работает множество как узкоспециализированных, так и универсальных фирм и компаний.

На данный момент под контроль FSA попадают операции со следующими инструментами: депозиты в фунтах стерлингов, иных иностранных валютах, золотых и серебряных слитках, форвардные и спот-сделки с валютами и т.д[1]. Кроме перечня инструментов и вида операций, FSA определяет минимальные размеры сделок. Это позволяет при выборе брокера определить, насколько «близко к рынку» он находится[2]. Получая авторизацию FSA, оператор рынка берет на себя обязательства соответствовать стандартам этой организации. Стандарты периодически пересматриваются и публикуются.

Отступление от стандартов в сторону ухудшения ведет к потере авторизации, что, в свою очередь, приводит к потере права заниматься деятельностью на финансовых рынках — одному из самых тяжелых наказаний. Более легкие проступки наказываются штрафами. Эти финансовые взыскания относятся ли-

---

[1] Интернет-сайт FSA. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Policy/index.shtml

[2] Чем выше минимальные размеры сделок, тем «ближе к рынку» находится брокер.

бо к конкретному работнику компании, либо к компании в целом, так как она обязана отвечать за своих сотрудников.

FSA не обладает правом налагать финансовые взыскания, но вправе обращаться в арбитраж. История FSA говорит о том, что арбитражные дела выигрывались и против очень известных фирм (например, National Westminster Bank Plc). Организация регулярно публикует отчеты о проведенной работе, из которых можно узнать не только имена и названия провинившихся, но и то, за что и каким образом провинившийся наказан.

FSA устанавливает правила, которые формулируют основы корректного поведения на рынке. Следование им сведет к минимуму вероятность возникновения конфликтной ситуации, а, значит, снизит издержки трансакции.

Подводя итоги всему вышесказанному, можно сделать следующие выводы.

1. В развитых странах, где финансовый рынок существует достаточно долгий промежуток времени, уже сформировались организации, которые осуществляют контроль за деятельностью физических и юридических лиц – экономических субъектов финансового рынка. Такие организации являются некоммерческими и саморегулируемыми, имеющими полномочия для проверок и суровых наказаний фирм, оказывающих услуги на финансовом рынке (в т.ч. и на Forex).

2. Брокерским фирмам не выгодно обманывать и действовать против своих клиентов, так как в случае, если хотя бы один клиент обратится с жалобой в регулирующую организацию, то о таком негативном событии для брокера узнают все другие клиенты, что подорвет репутацию брокера и неизбежно вызовет массовый отток денежных средств. Поэтому брокерам выгоднее понести дополнительные издержки для повышения качества услуг и соблюдения условий контрактов (договоров), не привлекая к себе внимание регулирующих органов с их суровыми наказаниями. Эта проблема хорошо описана в работах Д. Норта. Вот ее основные положения, относящиеся непосредственно и к валютным контрактам:

- «Контракты не нуждаются в дополнительном контроле и принуждении, если сторонам контракта выгодно его соблюдать; иными словами, издержки

оценки и контроля не возникают, если выгоды от соблюдения контракта превышают издержки от несоблюдения»[1].

- «Если игра повторяется неограниченное число раз, то для игроков становится выгодным соблюдать условия обмена, потому что выгоды от последовательных итераций начинают превосходить выигрыш от однократного отказа от сотрудничества или от того, чтобы «выйти из игры», захватив с собой выигрыш»[2].

- «Принуждение состоит в том, что сторона нарушитель всегда должна предоставить пострадавшей стороне такую компенсацию, которая делает невыгодным нарушение контракта»[3].

3. Инвесторы (в том числе и индивиды) чувствуют себя защищёнными от мошенничества и не боятся вкладывать свои средства в высокорискованные и высокодоходные активы. Эффективность организации финансового рынка позволяет совершать сделки с меньшими затратами, обеспечивая их непрерывность и возможность наращивания.

3.3. Проблемы функционирования валютного рынка (Forex) в России

Изучение практики работы рынка Forex в России на протяжении последних 4 – 5 лет позволило нам выявить основные проблемы организации данного сегмента финансового рынка в России.

1. Трудности и проблемы «маленьких игроков». Forex в России существует с 1993 года и, похоже, уже мифологизировался: мало кто понимает, что это, собственно такое, но почти все уверены, что дело это страшно прибыльное. В представлении обывателей, на Forex можно быстро и легко обогатиться. Однако, совершая сделки с валютой, гораздо проще разориться, чем заработать.

---

[1] Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. 1997. С. 77.
[2] Норт Д. Указ.соч. С. 79.
[3] Норт Д. Указ.соч. С. 81.

Значительное число трейдеров на Forex теряют деньги, лишь немногим удается торговать успешно. По статистике, лишь один трейдер из десяти в долгосрочной перспективе торгует на Forex с прибылью. Эффективность работы трейдера определяется отношением дохода к риску – коэффициентом Шарпа (см. Приложение 4). Причем этот доход, как правило, далеко не фантастический. Обычно годовая прибыль трейдера не превышает 30─40%. Немногим удается добиться прироста стартового депозита на 50─60%. Обычный доход может составлять около 5% в месяц. При больших депозитах получаются, конечно, солидные суммы, но при маленьких счетах даже прибыль в 100% годовых будет выглядеть незначительной. Однако большинство трейдеров-индивидуалов в России работает как раз с небольшими торговыми счетами. Как показывает практика, мало кому с маленькими депозитами удается успешно торговать, большинство достаточно быстро уходит с рынка (см. Приложение 14).

Во многом эффективность работы на Forex определяется выбором брокера (банка или дилинговой компании[1]). Только банк или дилинговая компания смогут обеспечить доступ к рынку и предоставят возможность работы со специальной компьютерной программой (торговым терминалом). Кроме того, доступ определяется также финансовыми возможностями инвестора. У дилинговых компаний порог вхождения достаточно демократичен — в среднем от 100 долларов, но есть ставка даже в 10 долларов. Банки же планку поднимают гораздо выше, от 2 000 до 10 000 долларов. Таким образом, банкиры отсекают мелкого клиента, оценивая свои затраты в работе с маленьким инвестором выше, чем доход от этого вида деятельности. Определенные сдвиги в привлечении мелкого инвестора имеют место в последние два года на рынке ценных бумаг.

2. Взаимоотношения с налоговыми органами. При выборе брокера для инвестора немаловажное значение имеет решение вопроса об уплате налога на

[1] Крупнейшие дилинговые компании работающие на российском Forex: «Форекс клуб», «Альпари», «Калита-Финанс», «Телетрейд», UMIS, «Акмос трейд». У крупных ДЦ - клиентов 50-70 тыс, у мелких – от 100 до 500.

доходы. В банке налог на доходы удерживается автоматически один раз в квартал в соответствии с договором.

Дилинговые же компании пока ещё не берут на себя обязательство взаимоотношений с налоговыми органами в части своих клиентов (и в контракте это не предусматривается), поэтому обязательства по уплате налога на доход трейдер должен исполнять (или неисполнять!) самостоятельно. Дело в том, что в российском законодательстве деятельность на рынке Forex не регламентируется и, соответственно не прописаны обязательства, с ней связанные. Это ещё одна серьёзная проблема, в том числе и для трейдеров как профессиональных участников рынка, так и для инвесторов, вложивших свои денежные средства в операции на Forex.

В сообществе трейдеров существует довольно распространённое мнение, что с относительно небольшими суммами в налоговую инспекцию лучше вообще не обращаться, так как, там, увидев в налоговой декларации слово Forex, делают удивлённые глаза и не понимают что это такое, как рассчитывать налоговою базу, и какой собственно налог с этого удерживать. И далеко не факт, что с трейдера возьмут 13% и налоговую базу определят именно с дохода. Ведь могут определить и повышенный налог на выигрыш в 35%. Или запросят выписку всех сделок от брокера и потребуют платить налог с каждой прибыльной сделки, а убыточные в расчёт не возьмут. В общем, если налоговая инспекция начнёт досконально разбираться, откуда взялся доход от данного вида деятельности, то в итоге трейдер может оказаться в большом убытке. Крупные же суммы проще выводить в оффшорную компанию, которую можно открыть через Интернет за несколько дней всего за 1000$ с расчётным счётом в каком-нибудь прибалтийском банке[1].

3. Условия заключения сделок с брокерскими компаниями – дилинговыми центрами. Открытие брокерской фирмы в России довольно прибыльный бизнес. Высока вероятность, что он окажется успешным, при условии, конечно, что удастся привлечь достаточное количество клиентов. Доходность брокера на

[1] Интернет-сайт компании gloffs. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://gloffs.ru/

Forex зависит от соотношения убытков и прибыли клиентов. Ведь убытки клиента – это прибыль брокера (дилингового центра) и наоборт (см. Приложение 14). А статистика успешности трейдеров не является тайной за семью печатями и очень усиленно муссируется в трейдерской общественности (на форумах). Вкратце она выглядит так: 90% трейдеров теряют свой счёт в первый год торговли, 90% от оставшихся 10% - за второй[1]. И лишь те, кто вышел на третий год, имеют очень неплохие шансы стать по настоящему профессиональными трейдерами. Трейдеры, которые оперируют значительными суммами, будут заключать контракты с банками или западными брокерами. К российским дилинговым центрам в этом случае доверия нет.

Согласно действующему законодательству, профессиональные участники рынка могут осуществлять сделки с валютой на основе специальной лицензии Банка России. Выдается она фактически только банкам. Поэтому большинство дилинговых центров регистрируются лишь как фирмы, оказывающие информационные услуги. А договоры с клиентами заключаются от имени, не подпадающего под российскую юрисдикцию аффилированного иностранного брокера, зарегистрированного, как правило, в оффшорной зоне. В случае конфликта между дилинговой компанией и клиентом добиться возврата денег будет очень трудно.

Также среди российских дилинговых центров распространена так называемая букмекерская схема заключения договоров. Трейдер подписывает соглашение непосредственно с российской компанией, но предметом договора будут не сами валютные сделки, а ставки на рост или снижение той или иной валюты по отношению к другой валюте. Человек будет торговать на Forex, но по договору это будет выглядеть как игра на тотализаторе в букмекерской конторе. Такая схема вполне легальна. Однако есть в ней и крайне неприятный

[1] Интернет-журнал Forextimes. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.forextimes.ru/article/a10395.htm

для клиента момент: сделки, подпадающие под определение «пари», не подлежат судебной защите[1].

По сравнению с оффшорной схемой, букмекерская все-таки считается более надежной. Компания - брокер в этом случае зарегистрирована в России. Поскольку у инвестора, особенно мелкого, возможности заключить контракт с банками ограничены, а к дилинговым центрам доверия все еще нет, то можно заключить сделку непосредственно (напрямую) с западной компанией - брокером. Заключение договора осуществляется заочно и оформляется документами, заверенными электронными подписями, а деньги перечислить на счет компании через банк. Правда законодательство в России об электронных подписях еще только формируется.

В Европе и США компании, работающие на Forex, находятся под надзором правительственных регулирующих органов и СРО финансового рынка. В России же, в силу отсутствия каких-либо формальных правил организации данного сегмента финансового рынка, компании и индивиды, работающие на Forex, оказались по сути в среде букмекерских контор и казино. Лишь в последнее время ситуация стала меняться, правда лишь в сфере лицензирования.

4. Технологии и способы извлечения дохода. Сейчас в России если и не Forex-бум, то ситуация близкая к этому. Число «форексофилов» неуклонно растет. Точной статистики нет, но, по нашим оценкам, сегодня в стране уже насчитывается около 500 тыс. человек, которые попробовали свои силы на Forex. У одного только «Форекс клуба» заключённых договоров около 70 тыс. Множатся и различные компании, предоставляющие возможность работы на Forex, — аналитики считают, что число таковых приближается к двум сотням. Но наибольшим доверием у инвесторов пользуются такие столичные ди-

---

[1] В письме Минфина РФ от 23 июня 2005 г. N 03-03-04/2/12 разъясняется, что согласно ст. 1062 Гражданского кодекса Российской Федерации участники игр и пари не подлежат судебной защите.
Глава 25 Налогового кодекса Российской Федерации не содержит специальные нормы, регулирующие налогообложение результатов биржевых игр и пари. Исходя из этого отрицательный результат биржевых игр не может быть признан в качестве расхода для целей налогообложения прибыли.
Положительный результат (доход) включается в состав внереализационных доходов, увеличивающих налоговую базу. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.kroufr.ru/forum/index.php?topic=556.0

линговые компании как «Форекс клуб», «Альпари», FXteam и «Телетрейд» и некоторые другие.

Существует три наиболее известные технологии работы дилингового центра[1]:

- *Ни одна клиентская позиция не перекрывается на внешнем контрагенте.*

В этом случае дилинговый центр заинтересован в уменьшении доходности вложений клиента, т.к. это одновременно приводит к росту прибыли ДЦ. Дилинговый центр, работающий по такой технологии, называется "кухня". Обычно в первые годы становления компании у нее слишком мало клиентов, чтобы из их позиций собрать стандартный для межбанковского Forex лот (0.5 млн. долл.) и вывести совокупную клиентскую позицию на внешнего контрагента. Для "молодых" компаний велик риск того, что один из клиентов может заработать значительную сумму, и у компании не хватит денежных средств, чтобы расплатиться с ним и другими клиентами. Чтобы понизить вероятность такого исхода в деятельности "молодых" ДЦ зачастую наблюдается стремление помочь клиенту проиграть, что отрицательно сказывается на репутации всей отрасли в целом. Так уж пошло, что слово "кухня" стало нарицательным в среде российской трейдерской общественности. Подобное поведение ДЦ способствует распространению мнения о сделках на Forex как об «игре в казино». Если такие действия будут предпринимать брокерские компании, например в США, то они сразу будут наказаны.

В конце 90-х годов в России было не так много дилинговых центров, и у большинства из них было недостаточно клиентов для хеджирования совокупной клиентской позиции на внешнем контрагенте. Поэтому в то время в порядке вещей было наблюдать некорректное отношение дилингового центра к клиенту: слипадж[2] на закрытии. Но время не стоит на месте. Компании, созданные в 90-х годах, обросли клиентской массой. Плохое котирование отрицательно сказывается на репутации компании, поэтому крупные компании, как правило,

---

[1] Ведихин А. Мифы и реальность рынка Forex, или чего не стоит бояться трейдеру // Ведихин А.; Дилинговый центр «Альпари». [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://old.alpari.org/ru/articles/forexmyths.php

[2] Сдвигание котировки против клиента на закрытии позиции.

не работают против клиента. В результате руководство дилингового центра начинает задумываться о хеджировании клиентских позиций, что означает переход ко второму типу технологии.

- Выводится совокупная клиентская позиция.

В этом случае при превышении суммарной клиентской позиции какой-либо заранее определенной величины (например, 5 млн. долл.), она выводится на межбанковский Forex. В результате у компании исчезают мотивы работать против клиента. Бизнес становится более устойчивым, т.к. крупные доходы клиентов больше не ставят дилинговый центр на грань разорения.

- Выводится каждая сделка клиента на межбанковский рынок.

Для клиента эта технология не имеет особых преимуществ перед вторым типом. Среди минусов этой технологии для клиента можно отметить: а) большой начальный депозит и минимальный размер сделки; б) на заключение сделок уходит не несколько секунд, а минута и больше.

5. Манипулирование котировками и "выуживание" средств. Какие же методы используют российские ДЦ для снижения доходности инвестиций клиентов?

Самый простой, но эффективный способ снижения прибыли клиента ДЦ — манипулирование котировками. Нечистоплотный брокер может «задвигать» цены, то есть устанавливать выгодные для себя и невыгодные для трейдеров курсы валют, которые могут заметно отличаться от реальных рыночных. Впрочем, и с реальными котировками недобросовестная дилерская компания может обмануть российского трейдера.

Допустим, даётся приказ закрыть сделку по выгодной цене, но брокер тянет время и, когда, наконец, приказ выполняется, то оказывается, что прибыль получилась намного меньше, чем могла бы быть. Аналогичным образом брокер может действовать, когда курс идет против клиента: оттягивая закрытие сделки, он тем самым увеличивает убытки трейдера. В таких ситуациях оказывались, наверное, все российские трейдеры.

В принципе, ничто не мешает заниматься котировочными махинациями не только «кухонным» компаниям, но и вполне уважаемым банкам и дилинговым центрам. Поскольку в России до сих пор отсутствуют формальные правила, касающиеся сделок на Forex, СРО слабо выполняют функцию защиты, трейдеру остается уповать на честность своего брокера, на его репутацию.

Сейчас набирает популярность новая схема «выуживания» средств. Многие компании занимаются обучением трейдеров, после одного-двух месяцев выдают им дипломы и предлагают заняться поиском «инвестора», человека, который передаст свои средства в управление новоиспеченному трейдеру. В некоторых дилинговых центрах есть даже биржи трейдеров. Между трейдером и инвестором заключается нотариально заверенный договор, в котором четко прописываются условия работы трейдера. Как правило, устанавливается даже лимит возможного убытка, который может понести трейдер. Если он превышает этот лимит, то должен компенсировать инвестору потери.

Юридически дилинговый центр в отношениях трейдера и инвестора никак не участвует, но балансовый счет обычно открывается именно в той компании, выпускником которой и является трейдер. Зачастую новоиспечённый трейдер может потерять все деньги инвестора. Иного и ожидать трудно, ведь мастерство трейдера растет в течение нескольких лет.

При такой схеме дилинговый центр оказывается в выигрыше и рассматривает это просто как хороший способ расширения клиентской базы. Поэтому дилинговые компании и подталкивают начинающих трейдеров к поиску инвесторов. Сейчас стали появляться и дилинговые компании, которые сами берут деньги в управление. Клиентов убеждают в гарантированности получения прибыли. Якобы в компании работает некий супертрейдер, разработавший торговую систему, приносящую просто фантастическую доходность. Какая-то прибыль действительно будет выплачиваться, вопрос только в том, как долго. Компания, предлагающая такие условия, представляет собой финансовую пирамиду, выплачивающую проценты за счет взносов новых клиентов.

А поскольку любой финансовой пирамиде предначертано рухнуть, то рано или поздно ее клиенты останутся без денег. Это как раз то, о чём писал Д. Стиглиц, рассматривая опасность финансовых пузырей.

6. Доступ для всех. Что же из себя представляет типичный клиент-индивидуал рынка Forex? Во-первых, — это человек, считающий себя интеллектуалом, намеревающийся зарабатывать деньги своей головой. Желающие заработать наудачу, скорее, пойдут в казино. Участник сделки на рынке Forex – индивидуальный трейдер- может лучше понимать (обладая знаниями и информацией, а также умением ее анализировать) по сравнению с другими участниками, существо этой сделки и извлекать из этого дополнительную выгоду.

Во-вторых, у человека, работающего на Forex, не обязательно должно быть много денег. Есть компании, которые предоставляют выход на, так называемый, мини-Forex[1] людям с депозитом, начиная от тысячи рублей. Это предоставляет возможности «доступа для всех».

Для юридических лиц Forex также представляет интерес. Не все клиенты приходят на Forex со спекулятивными целями. Например, юридические лица приходят на этот рынок с целью хеджирования своих валютных рисков. Это большой пласт клиентов, который в России еще фактически не задействован, т.к. не выработаны правила входа. Сегодня юридические лица, т.е. компании, без правил работать уже не хотят. Как справедливо отметил Д. Стиглиц «…для хорошего функционирования рыночной экономики всегда необходимы законы и регулирование, обеспечивающее потребителям и инвесторам защиту от мошенничества»[2].

В целом Forex в России все еще институционально не организован. Практически полностью отсутствует федеральное законодательство по рынку Forex . Нет законодательных актов, нет статистики, нет гарантий, кроме *доброй воли к сотрудничеству самих его участников.* А поскольку нет законодательства, ни-

---

[1] Традиционным на Forex считается лот в сто тысяч долларов, распространенный размер предоставляемого кредитного плеча — 1:100. То есть для осуществления одной операции у клиента должен быть депозит в 1000 долларов. Для привлечения большего количества клиентов многие компании серьезно снизили объем минимального депозита. Для таких клиентов и предназначен мини-Forex.

[2] Стиглиц Д. Ревущие девяностые. С. 137-138.

что не мешает брокерам манипулировать котировками или вовсе исчезать с клиентскими деньгами. Ничто не мешает процветать на этом рынке так называемым управляющим (частным трейдерам), которые обещают быстрые и высокие доходы. Почти никого не смущает, что ваш профессиональный посредник будет юридически находиться в зоне оффшорного регулирования, или, например, что все спорные моменты клиентам придется урегулировать не ближе, чем в Лондонском арбитражном суде. А в качестве гарантий сохранности клиентского депозита от мошеннических посягательств, вплоть до 2006 года выступала лицензия Федерального агентства по физической культуре, спорту и туризму – организация, отвечающая за содержание тотализаторов и игорных заведений.

В России нет более или менее серьёзных некоммерческих саморегулируемых, которые бы эффективно защищали инвесторов, таких как NFA в США и FSA в Великобритании. Однако в 2004 году по инициативе ДЦ Alpari создана саморегулируемая организация, Комиссия по Регулированию Отношений Участников Финансовых Рынков (КРОУФР[1]), - некоммерческая организация, деятельность которой направлена на развитие услуг и регулирование отношений российских участников международных финансовых рынков, в первую очередь на рынке Forex. КРОУФР призвана выступать посредником в конфликтных ситуациях между брокерскими компаниями и их клиентами. Эта организация уже занимается защитой собственно клиентов рынка Forex.

Положительные моменты развития рынка Forex в России.

С целью выработки правил и защиты валютного рынка в 2000 г. была учреждена Национальная Валютная Ассоциация (НВА). Показательно, что НВА была учреждена крупнейшими российскими банками и биржами. НВА насчитывает 70 членов, в том числе такие крупнейшие российские банки как Сбербанк, Газпромбанк, Альфа-Банк, биржи ММВБ и Санкт-Петербургская валютная биржа, ЗАО Калита-Финанс. Главной задачей НВА является разработка

[1] Членами КРОУФР являются дилинговые центры: «Альпари», «Форекс Клуб», «Телетрейд», Admiral Investments & Securities Ltd и UMIS.

стандартов и правил работы на валютном рынке России. НВА с 2007 года сотрудничает с Международная ассоциацией ACI-The Financial Markets Association (ACI), что позволяет эти стандарты и правила унифицировать в соответствии с международными правилами. Деятельность НВА имеет отношение в первую очередь к банковской сфере.

С 1998 года стали появляться дилинговые центры, которые успешно работают и сегодня. Например, в 2005г. ДЦ «Альпари» был удостоен премии «Финансовая элита России» в номинации «Лучший интернет-брокер 2004[1]. Дилинговые центры предназначены не для управления деньгами клиентов, а для предоставления клиентам услуги доступа к торговле на рынке, что может составить основу для формирования «сетевого капитала» у инвестора.

Одна из важнейших функций ДЦ – предоставление информации. Важнейшая из них – информация о ценах. Центры улучшают свои системы, а претензии клиентов стараются оперативно рассматривать. Сегодня у всех центров есть система договоров с ведущими мировыми информационными агентствами — любая новость, которая может оказать влияние на цены, моментально доводится до трейдера через новостную ленту. И если еще пять лет назад ленты шли исключительно на английском языке, то сейчас - на русском.

В 1993 году появилось первое российское информационное агентство, специализирующееся на деловой информации. Сейчас это Группа компаний РБК («РосБизнесКонсалтинг»). Эта первая в России информационная он-лайн система, транслирующая ход торгов с российских торговых площадок с 1996 года. В 2003 году Группа запустила проект – первое российское бизнес-телевидение. Большинство российских трейдеров рассматривает его как дополнительный источник информации.

В России реально работающих трейдеров порядка 50-70 тысяч. По оценкам Евгения Панова, президента КРОУФР, количество трейдеров, работающих на Forex в России растет примерно на 10% в год[2]. Если раньше торговля осущест-

---

[1] Интернет-сайт ДЦ «Альпари». [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.alpari.biz/
[2] Веретенников Д. Указ.соч.

влялась исключительно по телефону, то сейчас подавляющее число трейдеров работает через Интернет-шлюзы и ЭТС. Распространение в России Интернета автоматически расширяет клиентуру дилинговых центров, т.е. на Forex могут приходить всё больше и больше частных инвесторов.

Начиная с 2006 года лицензии компаниям, работающим на Forex, выдаёт ФСФР и, соответственно, этот государственный орган начинает реализовывать свою функцию контроля и за Forex.

Дилинговых центров (брокеров) становится всё больше и больше, а значит, появляется всё более жёсткая конкуренция, борьба за клиента. И соответственно повышается качество предоставляемых услуг. Так как бизнес этот прибыльный, брокерам необходимо, во что бы то ни стало привлекать и удерживать клиентов. Как только дилинговый центр допустит оплошность (будет сдвигать котировки против клиента, не выплачивать заработанные деньги и т.д.), то об этом могут узнать другие существующие и потенциальные клиенты. В Интернете существует довольно большое количество мест, где происходит неформальное общение трейдерского сообщества – форумы. Здесь обсуждается широкий круг вопросов, осуществляется анализ и обмен мнениями между большим числом российских трейдеров. И если негативная информация от одного из клиентов того или иного дилингового центра окажется на форуме, то об этом узнает практически вся трейдерская общественность. Для брокера это будет большим ударом, так как вполне возможно, что некоторые клиенты захотят уйти и забрать свои деньги. Его репутация пострадает. Значение правил самоорганизации как эталонных правил поведения все более возрастает. Необходимо также, чтобы они были подкреплены и защищены формальными нормами.

Рассмотрев основные проблемы функционирования финансового рынка в России (на примере Forex), можно сформулировать некоторые предложения по повышению эффективности его организации, в первую очередь валютного рынка (Forex).

Эти предложения касаются как разработки концептуальных основ, а также практических мер по формированию правил защиты участников финансового рынка.

1. Необходимо ускорить выработку *единой* концепции развития финансового рынка в России, включая все его сегменты[1]. В июне 2006 г. Правительство РФ утвердило Стратегию развития финансового рынка РФ на 2006-008 гг. (далее Стратегия), где подчеркнута необходимость единого подхода. В плане мероприятий по реализации Стратегии есть даже пункт, предусматривающий, очевидно, в рамках этого срока, передачу ФСФР полномочий по регулированию и контролю на всех секторах финансового рынка[2].

В данной концепции государство в лице высших законодательных и исполнительных органов должно четко определить позицию *равенства возможностей для всех* участников финансового рынка, а также позицию поддержки конкуренции. Особенную важность имеет позиция в отношении частных инвесторов.

2. Идея мегарегулятора в России может рассматриваться как перспективная. На данном этапе целесообразно сохранять разделение регулятивных функций в банковском, страховом и остальном секторе финансового рынка. Хотя во многих развитых странах, например европейских, идея мегарегулятора уже стала реальностью, в России на этапе становления финансового рынка, это может быть преждевременным.

Вместе с тем регулятивные функции государства на фондовом и валютном (Forex) рынках целесообразно объединить, т.к. эти рынки институционально уже достаточно интегрированы как в мировой рынок, а также и на национальном уровне. Возможна разработка единых стандартов и правил также в рамках саморегулируемой организации. Здесь вполне может существовать единый регулятор.

---

[1] В настоящее время у каждого сектора в лице государственного органа существует собственная концепция в виде стратегий развития рынка банковского сектора, рынка ценных бумаг и т.д. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fcsm.ru/strateg.asp?ob_no=36646

[2] См. Стратегию развития финансового рынка России на период 2006-2008. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fcsm.ru/document.asp?ob_no=8667

В последнее время ФСФР подготовила ряд законодательных инициатив о развитии рынка производных финансовых инструментов, что позволит российскому рынку приблизиться к мировому уровню[1]. Многообразие современных рынков производных инструментов позволяет решать самые разнообразные задачи: одни участники рынка при их помощи страхуют (хеджируют) свои финансовые риски, другие - создают сложные инвестиционные портфели с заданными параметрами риска и доходности, третьи - осуществляют спекулятивную игру, четвертые - конструируют новые финансовые продукты.

Российский рынок производных инструментов ничтожно мал и по объемам и по набору инструментов в сравнении с мировыми. Главная причина такого отставания - отсутствие законодательной базы для функционирования этого рынка, считают в ФСФР. В том числе ФСФР предполагает внести изменения в Гражданский кодекс РФ, чтобы исключить возможность отнесения таких инструментов к «сделкам пари» (требования из которых, в соответствии с ГК, не подлежат судебной защите).

3. Также СРО совместно с ФСФР следует урегулировать и унифицировать механизмы защиты прав участников рынка производных финансовых инструментов (различные применительно к разным инструментам), включая требования к системе расчетов, меры по обеспечению обязательств, особенности формирования и использования гарантийных фондов, требования к риск-менеджменту участников рынка.

4. Наиболее организованным (защищенным правилами) является биржевой рынок. И здесь не последняя роль принадлежит Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР). Однако ФСФР сегодня не занимается выработкой правил, способствующих повышению эффективности организации валютного рынка (Forex). Лишь в последнее время, в связи с развитием рынка внебиржевых фьючерсных и спот сделок на иностранные валюты, ФСФР озаботилась проблемой законодательного закрепления такого рода сделок. В 2006 году

[1] Законодательные инициативы ФСФР России. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fcsm.ru/document.asp?ob_no=8667

ФСФР начала выдавать лицензии дилинговым центрам, в частности такие лицензии получили крупнейшие дилинговые центры - «Форекс клуб» и «Калита-Финанс». Кроме того, очевидно, есть понимание того, что сделки на Forex как на биржах, так и вне бирж, не могут относиться к сделкам «пари».

Если обратиться к опыту регулирования операций на международном валютном рынке то, например, в США внебиржевые сделки на разницу курсов валют (акций, индексов и т.д.), попадают под действие закона под названием Commodity Exchange Act (аналогично Закону о товарных биржах и биржевой торговли РФ [1]) и классифицируются как "off-exchange foreign currency futures contracts" (внебиржевые фьючерсные, т.е. срочные контракты на иностранные валюты). И Россия в регулировании подобных финансовых операций может пойти по этому пути. Так крупные российские дилинговые центры, совершающие операции на рынке Forex, получают лицензию биржевого посредника, совершающего товарные фьючерсные и опционные сделки в биржевой торговле в соответствие с законодательством РФ о товарных биржах и биржевой торговле (см. Приложение 15). В связи с этим необходимо привести в соответствие выдаваемой лицензии видам совершаемых сделок.

5. Должна быть разработана технология авторизации профессиональных участников рынка. Очевидно, должен существовать единый общефедеральный реестр. СРО совместно с Федеральной налоговой службой необходимо разработать поправки к законопроектам, определяющим статус участников данного рынка (как юридических лиц, так и физических) в вопросах налогообложения (налоговые агенты, подоходный налог со сделок и т.д.).

6. Необходимо ускорить принятие закона о саморегулируемых организациях, где должно быть подтверждено право *добровольности* членства в этой организации, а также принцип самостоятельности и инициативности действий СРО. Отметим, что в Стратегии развития финансового рынка РФ на период 2006-2008 гг. институт саморегулирования рассматривается как дополняющий

[1] Закон РФ от 20 февраля 1992 г. N 2383-I «О товарных биржах и биржевой торговле».

государственный с возможностью *передачи* ему части полномочий государственного регулятора. Правда, не уточняется каких.

7. Важно разработать также положения о требованиях к финансовому состоянию профессиональных участников (уставному капиталу, собственным средствам и т.п.), формам отчетности перед регулирующими органами (ФСФР), СРО, раскрытию информации и мерах по снижению (предупреждению) специфических рисков, свойственных данному сегменту финансового рынка, корректности рекламы данных услуг в России и т.д. Вся система отчетности должна быть «технологичной», сводящей к минимуму личные контакты проверяющих и проверяемых. Эти положения должны разрабатываться в рамках СРО и направляться в ФСФР. Заметим, что в Стратегии уже был отмечен факт существования независимых (небиржевых) торговых систем, которые составляют конкуренцию биржевым организаторам торговли. Более того, «внедрение программных комплексов необходимо рассматривать как фактор повышения конкурентоспособности»[1]. Декларируется возможность повышения роли торговых систем в предотвращении манипулирования рынком и проведения инсайдерской торговли путем предоставления им некоторых регулятивных функций. Правда, опять, неизвестно каких.

8. Нужно также в рамках СРО разработать положения о сертификации программных продуктов, посредством которых осуществляются сделки на разницу курсов валют, лицензировании специалистов компаний предоставляющих услуги в данном сегменте финансовых рынков (дилеров, брокеров и т.д.), а также предусматривать возможности обучения в подразделениях СРО.

9. СРО совестно с Минфином РФ разработать единые требования (стандарты) к финансовым взаиморасчетам между участниками данного рынка по сделкам на разницу, маржинальному кредитованию, сегрегированным счетам профессиональных участников и т.д.

Все вышеперечисленное, помогло бы ввести работу профессиональных участников (например, дилинговых компаний) в российское законодательное

[1] Интернет-сайт ФСФР РФ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fcsm.ru/strateg.asp?ob_no=36646

поле и защитить клиентов-инвесторов, а также сделать этот рынок более цивилизованным и прозрачным.

Но пока законодательство только еще разрабатывается, нам видится два пути цивилизованной организации рынка Forex на ближайшую перспективу, которые, кстати, уже получили некоторое развитие в нашей стране.

10. Создание саморегулируемой организации профессиональных участников Forex. Специалисты, работающие в компаниях, ориентированных на валютный рынок, уже давно задумались о повышении качества предоставляемых услуг, а также о судьбе данной отрасли в России в целом. Например, на российском фондовом рынке сегодня клиенты защищены ФСФР на порядок лучше, чем на Forex. Украсть деньги, конечно, можно и на фондовом рынке, но сделать это намного сложнее, чем на Forex.

Что волнует клиента? Гарантии того, что компания не исчезнет, что возникающие проблемы будут решаться, что дилинговый центр – это не сообщество жуликов и котировками не манипулирует. И здесь КРОУФР может выступать в роли арбитра. Представители дилинговых центров считают, что незачем доводить дело до суда (это увеличивает издержки), нужно путем переговоров и сотрудничества разрешать споры.

В рамках КРОУФР уже создана Комиссия по разрешению вопросов и споров, в которую входят представители тех компаний, которые состоят в КРОУФР. Так же в эту Комиссию входят представители трейдерской общественности, причем стороны представлены поровну – 11 человек от ДЦ и 11 индивидуальных трейдеров. Эта Комиссия разбирает претензии индивидуальных трейдеров и решения Комиссии для членов КРОУФР являются обязательными[1]. Для тех, кто не входит в КРОУФР, решения носят рекомендательный характер. С 2005 года рассмотрено 29 поступивших претензий от трейдеров и, в основном касались торговых правил и все претензии, чаще всего, решались в пользу дилинговых центров.

---

[1] Интернет-сайт КРОУФР. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.kroufr.ru

В перспективе КРОУФР планирует создать страховой фонд, из которого в случае, например, неплатежеспособности какого-либо дилингового центра, клиентам будут выплачиваться средства в размере стартового депозита или его части. Кроме того, КРОУФР планирует заниматься сертификацией участников международных финансовых рынков, содействовать в совершенствовании законодательной и нормативной базы и т.д.

Об успешности этого начинания судить еще рано, тем более, есть ощущение, что, данная организация «сделана» под нескольких дилинговых центров и не отражает позицию большинства участников рынка Forex в России. Об этом можно судить хотя бы по завышенным требованиям[1] по вступлению в организацию (как следствие, в КРОУФР всего пять членов), отсутствию поддержки государства (или регулирующих органов) в той или иной форме и т.д.[2]

Анализ решений КРОУФР за последний период показывает, что эти решения представляют собой либо просто ответы на вопросы трейдеров, либо, в лучшем случае, рекомендательные решения по разрешению споров. КРОУФР сегодня еще нельзя назвать тем институтом, который взял на себя очень важную часть организации рынка Forex в России – контроль и защиту сделок экономических субъектов рынка с целью снижения издержек трансакции.

Структура КРОУФР (и по числу участников и по сфере деятельности) должна расширяться. Чем больше будет участников этого института самоуправления, тем точнее будут сформулированы в последующем и формальные правила. Тем больше шансов, что развитие валютного рынка (Forex) в России будет носить инкрементный (приростный) и самоподдерживающий характер.

В настоящее время сохраняется опасность того, что государство может действовать в интересах узкой группы крупнейших дилинговых центров, лоббирующих свои интересы, и не сможет снизить напряженность между формальными и неформальными правилами. КРОУФР должна функционировать

---

[1] Например, членами КРОУФР могут быть только юридические лица, необходимо иметь рекомендации не менее чем от двух членов КРОУФР и т.д.

[2] Павков Д.П. Некоторые аспекты организации и работы Forex-рынка в России // Павков Д.П.; Проблемы региональной экономики: Труды Петрозаводского государственного университета. Серия: Экономика. Выпуск 7. 2006. С 89.

как открытая и гибкая система, помогающая экономическим агентам, прежде всего профессиональным участникам (индивидуальным трейдерам) быстро и с низкими издержками осуществлять рыночные трансакции.

11. Ещё одним вариантом упорядочивания ситуации в данной отрасли, который однако, никак не противоречит активизации процессов саморегулирования на рынке, могло бы стать развитие в России срочного биржевого рынка на кросс-курсы основных мировых валют.

Биржевой Forex, в отличие от внебиржевой схемы работы с дилинговым центром, позволяет трейдеру самостоятельно выставлять на биржу предложения на куплю/продажу финансового актива. При этом все участники рынка видят предложения друг друга и заключают сделки по наиболее выгодным ценам. Такая схема организации торговли является общепризнанной на российском, а также мировых фондовых рынках и рынках производных финансовых инструментов (фьючерсов и опционов)[1].

Биржа «Санкт-Петербург» стала первой в стране площадкой, где взялись за развитие биржевого Forex. Там уже почти два года торгуются фьючерсы на кросс-курс пары евро/доллар. В северной столице уверены, что фьючерсы — это реальная альтернатива внебиржевой торговле на Forex. Работа частных лиц через дилинговые центры действительно зачастую сопряжена с множеством рисков. Биржевая площадка априори должна представляться абсолютно безопасным и прозрачным местом. В то же время многим людям, уже работавшим на внебиржевом Forex, адаптироваться к особенностям биржевой торговли оказывается непросто. Сами трейдеры говорят, что на биржу стоит приходить лишь с большими деньгами[2].

Поскольку биржевой рынок относится к организованному рынку, то, в отличие от Forex, авторизация участников регламентируется формальными нормами. К торгам допускаются только лицензированные брокеры. ФСФР постоянно отслеживает деятельность, как самой биржи, так и работающих на ней

---

[1] Интернет-сайт биржи «Санкт-Петербург» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.spbex.ru
[2] Веретенников Д. Локальный Forex // Веретенников Д.; D`. 2006, № 9(12).

брокеров. Манипуляции с котировками - болезнь многих, если не большинства, работающих на внебиржевом Forex дилинговых центров здесь невозможны, т.к. котировки здесь выставляет не брокер-посредник, а сами трейдеры.

В любой момент времени трейдер видит полную расстановку сил на своем торговом терминале, в так называемом стакане заявок. На бирже есть еще одно преимущество — более низкие расходы трейдера. Реальные издержки фьючерсной торговли на бирже будут меньше, чем при сделках на внебиржевом Forex. Любой брокер на внебиржевом Forex выставляет котировки с уже заложенным в них собственным спрэдом относительно той цены, по которой компания сама приобретает валюту у внешних агентов. Сейчас по основным валютным парам брокерский спрэд в среднем составляет от 2 до 5 пунктов, а за перенос позиции на следующий день дилинговый центр взимает плату (своп-пункт).

На бирже брокерского спрэда в котировках нет, разница между ценой продажи и покупки, конечно, существует, но она формируется самим рынком. За перенос позиции формально никакая плата не взимается, но фактически этот сбор уже «зашит» в цене фьючерса. В целом трейдерские издержки при работе на бирже будут на 30–50% меньше, чем при торговле на внебиржевом Forex. Кстати, решив работать на бирже, не нужно будет бегать по налоговым инстанциям. Биржевые брокеры сами являются налоговыми агентами и удерживают подоходный налог. Тем же, кто торгует на внебиржевом Forex, как мы уже отметили, разбираться с налоговиками приходится самостоятельно.

Однако одной из причин непопулярности данного вида торговли среди российских инвесторов на валютном рынке является то, что пока все-таки фьючерсы больше приспособлены для работы с длинными позициями. На бирже сейчас как раз доминируют трейдеры с долгосрочными стратегиями, держащие позиции от нескольких дней до нескольких месяцев.

Внутридневные игроки тоже есть, но их явное меньшинство. И выгода от отсутствия на бирже спрэда тут не компенсирует возможных потерь. Пока

трейдер ждет появления заявки на свой контракт, цена может упасть и он окажется в минусе из-за того, что не смог провести сделку по нужной цене. «Форексовикам» же проблемы ликвидности чужды, международный валютный рынок обладает стопроцентной покупательной способностью, которая обеспечивает моментальность сделки, купля-продажа происходит практически мгновенно.

Финансовые показатели компаний, работающих на Forex, — тайна за семью печатями, замечает Леонид Постнов, и обороты крупнейших дилинговых центров сейчас в десятки раз больше, чем у биржевого Forex[1]. Специфика же биржевой торговли в том, что заявка не будет исполнена до тех пор, пока не появится удовлетворяющее ее встречное предложение. Сколько времени это может занять, зависит от количества игроков на рынке и размера выставляемого лота.

Маркетмейкеры на бирже в рамках своих обязательств поддерживают двусторонние котировки, но когда участников торгов немного, как, например на бирже Санкт-Петербурга, то проблемы с покупкой и продажей все равно могут возникать, что и делает внутридневную торговлю не столь привлекательной, как на внебиржевом Forex. Проблема с ликвидностью на бирже северной столицы возникает и при сделках с крупными контрактами. По оценкам специалистов, на бирже пока работают только 10–15% «форексовиков», а примерно половина трейдеров, пришедших на биржу с Forex, впоследствии вновь возвращается к родным пенатам[2].

«Хеджерский» потенциал валютных фьючерсов, казалось бы, как никем другим должен быть востребован компаниями, чей бизнес подвержен валютным рискам. Например, фирмы экспортеры-импортеры, торгуя фьючерсами, вполне могли бы компенсировать потери от падения или роста того же доллара. Тем более что любая биржевая сделка по закону является рыночной, и если компания в результате получает убытки, она имеет право уменьшить размер

---

[1] Леонид Постнов - начальник департамента срочного рынка ЗАО “Биржа “Санкт– Петербург”
[2] Веретенников Д. Локальный Forex // D`. 2006, № 9(12).

налогооблагаемой прибыли. Однако юридические лица не спешат на петербургскую биржу. По оценкам специалистов, среди участников торгов их не больше 10–20% [1].

Почему при нынешней волатильности американской валюты компании и игнорируют такой страховой полис, как фьючерсы, для экспертов загадка. Но ориентацию на физических лиц, на бирже «Санкт-Петербург», считают направлением перспективным и, чтобы быть привлекательнее, для таких трейдеров собираются расширять линейку торгуемых фьючерсов.

То, что биржа «Санкт-Петербург» взялась за организацию биржевого Forex в России – это положительный момент. Но возникает вопрос, почему за два года клиентов у биржи не так много как у дилинговых центров. Почему люди несут свои сбережения в оффшорные, незаконные с точки зрения российского законодательства, организации, которые могут их «кинуть» в любой момент? В чём же причина? Для ответа на поставленные вопросы, важно отметить, что работать на бирже имеет смысл только в случае большого числа участников. Иначе сделку совершить не удастся. Так почему же валютные трейдеры не хотят торговать на законной бирже?

На наш взгляд, причина в том, что люди просто не знают о существовании такой возможности. Одной из причин является почти полное отсутствие рекламы о деятельности биржи на рынке Forex. У ДЦ же огромное количество представительств по всей стране. В том, что биржевая площадка уступает внебиржевому рынку, во многом объясняется отсутствием серьёзной заинтересованности самой биржи в этом сегменте.

12. В рамках разработки правил контроля и защиты, нельзя забывать о важности обратной связи с экономическими субъектами, особенно с теми, которые по экономическим соображениям могут не являться членами СРО. Это относится, в первую очередь к индивидуальным инвесторам. Здесь необходимо также выработать «технологичные механизмы» (на основе технологий удаленного доступа) взаимоотношений СРО и индивидов. Здесь, важное значение мо-

[1] Веретенников Д. Локальный Forex // D`. 2006, № 9(12).

жет иметь свободный доступ к информации сайта СРО, возможность получения дополнительной информации о разрабатываемых правилах в рамках СРО, к форумам СРО. Необходимо также разработать официальную процедуру подачи жалоб и их рассмотрения.

В упорядочивании взаимоотношений экономических субъектов рынка Forex важная роль принадлежит государству, которое должно стимулировать и поддерживать развитие тех институтов финансового рынка, которые, по крайней мере, на данном этапе, более всего защищают мелкого инвестора и делают рынок более цивилизованным.

Как отмечали Л. Зингалес и Р. Раджан: «чтобы обеспечить равенство правил игры, рынкам тоже нужны правила, по которым они будут функционировать. Часто эти правила возникают из конкурентных процессов, как при создании ассоциаций самоуправления, но иногда необходимо, чтобы высшая власть внедряла их и обеспечивала их исполнение. Отсутствие правил позволяет разным игрокам играть по разным правилам»[1]. И далее: «наш идеал свободного рынка - прозрачные правила игры, где у всех есть равные шансы на участие, а победу одерживает тот, кто обеспечивает лучшую цену деньгам»[2].

---

[1] Зингалес Л. Указ. соч. С. 410.
[2] Там же. С. 421.

Заключение

Финансовый рынок в России развивается. Развитие его идет уже не только за счет расширения услуг банковского сектора, но и за счет привлечения ресурсов на новые сегменты. Фондовый и валютный рынки становятся уже не только частью национальной финансовой системы, но и глобальной. Интеграция и глобализация финансового рынка стала реальностью и для России. Расширяется и число участников финансового рынка, и набор финансовых инструментов. Если в начале 1990-х гг. лишь единичные игроки имели доступ к современному глобальному финансовому рынку, то сегодня уже миллионы россиян заинтересованы в его развитии и доступе к нему. В этих условиях организация эффективного финансового рынка, аккумулирующего значительные ресурсы населения, стала очевидной.

В период трансформации организация финансового рынка, особенно отдельных его сегментов, наиболее интегрированных в мировой, может оказаться достаточно эффективной на основе складывания неформальных институтов. В работе, на примере анализа электронных сделок на Forex в России показано, что в отсутствии формальных ограничений и норм, экономические агенты этого рынка стремятся упорядочить свои взаимоотношения на основе создания структур «добровольного правого порядка». К таким структурам мы относим, прежде всего, контрактные отношения, субъективно выработанные модели принятия решений, в рамках которых экономические агенты упорядочивают свои взаимоотношения и «технологически» и экономически.

Встраивание в интегрированные ИКТ и ЭТС позволяет субъектам сделок минимизировать трансакционные издержки, обеспечивая непрерывность осуществления сделок. Доступ к глобальной информации позволяет экономическим субъектам с меньшими издержками осуществлять поиск, переработку и использование информации с целью непрерывной корректировки собственных решений, обеспечивая себе возможность наращивания сделок и доходов. Ин-

формационная прозрачность и доступность рынка предоставляет возможность экономическим субъектам вырабатывать и поддерживать те правила экономического поведения (в том числе, и в виде неявных соглашений), которые наиболее адекватны (наименее затратны) в условиях неперсонифицированных обменов.

Доступ к информации позволяет наращивать и ценность такого ресурса как знания и стремление к обучению, который может послужить источником для формирования доходов индивидов. Государству надо лишь поддерживать стремление индивидов формировать этот ресурс.

Использование институционального подхода для исследования организации финансового рынка на этапе трансформации позволяет понять, что, в условиях слабости, неполноты или отсутствия формальных ограничений, неформальные правила (в том числе и неявные соглашения) могут быть вполне эффективны и, также, служить источником в становлении формальных ограничений. Правила, вырабатываемые и добровольно поддерживаемые самими экономическими субъектами – это наименее затратная модель организации рынка. В условиях глобальных рынков, к которым относится Forex (хотя и российский фондовый рынок становится и технологически и организационно все более интегрированным в мировой), это, вероятно, и единственно возможная модель организации на этапе трансформации. Характеристики глобального валютного рынка (Forex), приведенные в первой главе, являются, на наш взгляд, довольно убедительным доказательством того, что «конструирование» правил из центра для данного рынка на национальном уровне может оказаться неэффективным или даже невозможным. Напомним, что государству пришлось все же отказаться от своего требования - принудительного членства в СРО.

Государство, в этом случае, может выступать «гарантом и защитником» правил, «конструируемых» снизу, используя систему принуждения там, где это необходимо. Опыт стран с наиболее развитыми финансовыми рынками, с точки зрения их доступности «для всех» показывает, что система государственного регулирования современного интегрированного финансового рынка на нацио-

нальном уровне сводится в основном к гарантиям и защите прав инвесторов, в первую очередь частных, со стороны СРО и правительственных структур.

В условиях интегрированности рынков получает все большее распространение идея мегарегулятора, в том числе и в России. Актуальной оказывается проблема статуса и функций СРО, которые, на наш взгляд, на этапе формирования финансовых рынков, не должны выступать в качестве составной части регулятора или мегарегулятора, а должны сохранять свою самостоятельность и инициативность.

На уровне правительства РФ принята Стратегия развития финансового рынка в России[1]. ФСФР стремится к хорошо проверенной модели рынка. В стратегии предложена идея создания такой системы регулирования, когда реализуется *возможность для всех участников рынка получить доступ к управлению.* И если существует централизованный институт, поддерживающий и защищающий всех участников финансового рынка (сделок), то это будет мощным стимулом к консолидации и интеграции всех сегментов финансового рынка.

С помощью финансового рынка можно создать активного национального инвестора и собственную систему сбережений. В стране сложилась ситуация, когда склонность к сбережению у населения очень низкая, а склонность к потреблению, особенно у обеспеченной части общества, — очень высокая. Сегодня Россия (по доле в расходах населения) бьет все рекорды по приобретению предметов роскоши, дорогих автомобилей, элитной недвижимости. Получается, что у нас нет достаточного количества инвестиционных активов и доступа к ним у людей, которые хотели бы не потреблять, а сберегать деньги. И их не стимулируют к этому.

Эффективный финансовый рынок и его институты — как раз и выступают инструментом для создания национальной системы сбережений. Эта система создала бы критическую массу политически и экономически активных граждан,

---

[1] Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период 2006-2008. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fcsm.ru/strateg.asp?ob_no=36646

материально заинтересованных в процветании нашей экономики, и обеспечила быстрый рост инвестиций. Это может быть определенной альтернативой проводимой сегодня политике создания механизмов государственного инвестирования (крупных государственных корпораций). Механизмы государственного инвестирования можно рассматривать как институт перераспределительной экономики на этапе ее трансформации, а финансовый рынок – как институт частно-рыночной экономики, позволяющий в перспективе превратить российскую экономику в нормально работающую рыночную систему с правилами «для всех».

На наш взгляд, существующую сегодня систему организации финансовых рынков в России скорее можно охарактеризовать как систему правил, содержащую и угрозы действия анти-стимулов. Действие анти-стимулов проявляется в том, что складывающиеся неформальные правила и существующие формальные институты находятся в состоянии напряженности и несоответствия, что значительно увеличивает затраты на организацию и не создает в полной мере стимулов для развития «народной экономики», для долговременного инвестирования со стороны основного экономического агента экономической системы – домашних хозяйств.

С одной стороны, компании, предоставляющие услуги на доступ к электронным торговым системам своим клиентам, организовывают эти отношения технологически и экономически в рамках контрактных отношений. Индивидуальные инвесторы-трейдеры или индивидуальные инвесторы, пользующиеся услугами профессиональных посредников, вырабатывают собственные модели и правила поведения на финансовом рынке, как в рамках контрактных отношений, так и вне этих рамок посредством переработки и использования информации. Использование интегрированных ИКТ и ЭТС позволяет организовывать рынок достаточно эффективно. Профессиональные участники финансового рынка стремятся к организованному рынку. Они стремятся к такой модели организации интегрированного финансового рынка, так выстраивают свои взаи-

моотношения со своими клиентами, чтобы обеспечить непрерывность сделок и возможность их наращивания. В этом заинтересованы обе стороны.

Однако, с другой стороны, за рамками контрактных отношений «структуры управления» часто оказываются неэффективными. Регулятивная система поддержки и защиты прав инвестора, особенно индивидуального, в России только еще формируется[1]. Поэтому в России рынок, например Forex, справедливо называют иногда «рынком пари». На этом рынке еще достаточно много «псевдодилинговых центров», которые стремятся взять быстрый выигрыш и исчезнуть с деньгами клиентов. Оппортунистическое поведение экономических субъектов в его крайней форме – достаточно типичное явление для российской финансовой системы. Да и фирм-однодневок еще достаточно во всех секторах российской экономики. Это свидетельствует только об одном, что в России не сложилась еще эффективная современная институциональная среда и сохраняется опасность непродуктивной модели организации финансовых рынков. Есть опасности, связанные и с монополизацией. Те же СРО все еще защищают интересы узкой группы лиц, их создавших.

Исследование организации финансового рынка России (на примере Forex) показывает, что наличие стимулов к повышению эффективности организации финансового рынка и, в то же время сохранение угрозы анти-стимулов к продуктивному развитию, свидетельствует о необходимости взвешенного подхода к его организации.

Валютный рынок, в т.ч. электронно - организованный Forex, в условиях свободно плавающих курсов существует и будет существовать, очевидно, еще долго, в т.ч. и в России. Можно и нужно учитывать складывающиеся возможности для его самоорганизации. В диссертации содержится ряд предложений по более эффективной защите правил, вырабатываемых участниками рынка.

Роль государства как регулятора может рассматриваться и с позиции «благотворного невмешательства». Эту точку зрения отстаивают многие профессиональные участники Forex. Вместе с тем, эта позиция не отрицает важности

[1] До сих пор не принят закон «об инсайде».

формальных ограничений. Развивающиеся ИКТ позволяют выстроить «технологичные» способы контроля за профессиональными участниками рынка, а также вырабатывать правила защиты.

Последние два года правительство работает над созданием общегосударственного венчурного фонда, инвестиционных фондов, Банка развития. Все это можно отнести к государственным институтам инвестирования, или, с точки зрения правительства, к рационально спроектированным институтам инвестирования. Но не в последнюю очередь необходимо поддерживать и негосударственные механизмы аккумуляции и стимулирования массовых (коллективных) сбережений и инвестирования средств т.к. они являются в России наименее развитыми. Именно они базируются на неформальных, созданных снизу институциональных устройствах. Кроме чисто экономического эффекта, такой способ имеет далеко идущие долгосрочные политические последствия. Стратегически, если Россия хочет иметь конкурентоспособную экономику и стабильную ситуацию, нужно делать ставку на массового инвестора, на развитие «народной экономики».

Список литературы

Нормативно-правовые документы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (По состоянию на 15 января 2007 года). –М: ГроссМедиа, 2007.
2. Федеральный Закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 24.07.2007) «Об акционерных обществах» (принят ГД ФС РФ 24.11.1995) // КонсультантПлюс: Версия Проф.
3. Закон РФ от 20.02.1992 г. N 2383-1 (ред. от 15.04.2006) «О товарных биржах и биржевой торговле» // КонсультантПлюс: Версия Проф.
4. Федеральный Закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 17.05.2007) «О рынке ценных бумаг» (принят ГД ФС РФ 20.03.1996) // КонсультантПлюс: Версия Проф.
5. Федеральный закон о саморегулируемых организациях (проект). [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.akdi.ru/gd/proekt/093320GD.SHTM
6. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 № 117-ФЗ (ред. от 24.07.2007) (принят ГД ФС РФ 19.07.2000) // КонсультантПлюс: Версия Проф.
7. Постановление Правительства РФ от 09.10.1995 N 981 (ред. от 26.01.2007) «Об утверждении Положения о лицензировании деятельности биржевых посредников и биржевых брокеров, совершающих товарные фьючерсные и опционные сделки в биржевой торговле» // КонсультантПлюс: Версия Проф.

Книги, монографии, учебные пособия

1. Акулов В.Б. Кейнсианская модель макроэкономического регулирования: возможности использования в современной экономике / Акулов В.Б. – СПб.: Издательство С.-Петербургского университета, 1993.
2. Акулов В.Б. Макроэкономика. Учебное пособие / Акулов В.Б. Петрозаводск. – 2006.
3. Акулов В.Б. Теория организации: Учеб. Пособие 2-е изд. доп./ Акулов В.Б., Рудаков М.Н. ПетрГУ. Петрозаводск. 2001.
4. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. Пер. с англ., 4-е изд. / Блауг М. - М,: «Дело Лтд», 1994.
5. Глобализация мирового хозяйства и национальные интересы России/ Под ред. В.П.Колесова. М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2002.
6. Грачева М.В. Банковская система в развитых странах: некоторые проблемы цифровых

технологий / Грачева М.В. -М., 2003.

7. Джевонс У. С. Краткое сообщение об общей математической теории политической экономии. Вехи экономической мысли. Экономическая школа. Выпуск 1. Под ред. В.М.Гальперина /Джевонс У. С., Санкт –Петербург. 1993.
8. Де Сото Э. Иной путь. Невидимая революция в третьем мире. Пер. с англ. / Де Сото Э., -М.,1995.
9. Евстигнеев В. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии / Евстигнеев В., – М.: Эдиториал УРСС, 2002.
10. Захаров А. Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка. – 2-е изд., перераб. и доп. / Захаров А., Кириченко Д., Челмодеева Е – М.,. Международная Ассоциация Бирж стран СНГ. 2002.
11. Зингалес Л. Спасение капитализма от капиталистов: Скрытые силы финансовых рынков – создание богатства и расширение возможностей / Зингалес Л., Раджан Р. Пер. с англ. -М.: ТЕИС, 2004.
12. Ефимов В.М. Об интерпретативной институциональной экономике (научный доклад) / Ефимов В.М . – М.: ИЭ РАН, 2007.
13. Институциональная экономика. Новая институциональная экономическая теория. Учебник. Под общей ред. проф. А.Аузана. М., Инфра-М. 2006.
14. Институциональная экономика. Учебное пособие/ Под ред. акад. Д.С.Львова. М.: Инфра – М.2001.
15. История финансовой политики в России: Сборник статей. Научное издание. СПб., 2000.
16. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Кейнс Дж. М., Антология экономической классики. -М.: 1993.
17. Кидуэлл Д.С.Финансовые институты, рынки и деньги / Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Д., Блэкуэлл Д.У., Пер. с англ.- С. – Пб.: Питер. 2000.
18. Кирдина С.Г. Институциональные матрицы и развитие России / Кирдина С.Г., -М.:ТЕИС (МГУ), 2000.
19. Кирдина С.Г. Х- и У-экономики: институциональный анализ / Кирдина С.Г., -М.:ТЕИС (МГУ), 2004.
20. Ключевский О.В. Русская история. Полный курс лекций в трех книгах. Книга первая / Ключевский О.В., -М., Мысль. 1993.
21. Красавина Л. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Красавина Л., Финансы и статистика. М., 2007.
22. Коуз. Р. Фирма, рынок и право / Коуз. Р., -М., Дело.1993.

23. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т.1 / Маркс К., Госполитиздат. 1963.
24. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т.2 / Маркс К., Политиздат. 1969.
25. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т.3 / Маркс К. Госполитиздат. 1954.
26. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Миркин Я.М.; -М.: Альпина Паблишер, 2002.
27. Мировой фондовый рынок и интересы России/ {Отв.ред. Д.В.Смыслов}; Ин-т мировой экономики и международных отношений. – М.: Наука, 2006.
28. Михайлов Д. Мировой финансовый рынок: Тенденции и инструменты / Михайлов Д. – М., Изд-во Экзамен, 2000.
29. Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг / Мишарев А.А., - СПб: Питер, 2007.
30. Модернизация экономики и выращивание институтов. В двух книгах. Отв. Ред. Е.Г.Ясин. М., Изд.дом Высшая школа экономики. 2005.
31. Найт Ф. Понятие риска и неопределённости. Пер. с англ. С. Афонцева / Найт Ф., Альманах "Теория и история экономических и социальных институтов и систем" (Thesis), 1994, вып. 5.
32. Найт Ф. Риск, неопределенность и прибыль. Пер. с англ. / Найт Ф., -М.: «Дело». 2003.
33. Нордстрем К.А. Бизнес в стиле фанк. Капитал пляшет под дудку таланта / Нордстрем К.А., Риддерстрале Й. – СПб: Стокгольмская школа экономики в Санкт-Петербурге, 2000.
34. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики./ Пер. с анг. Нестеренко А.Н. / Норт Д., –М: Фонд экономической книги «Начала». 1997.
35. Норт Д. Вклад неоинституционализма в понимании проблем переходной экономики. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://institutional.boom.ru/North/Ponimanie_tranzitologia.htm
36. Олейник А.Н. Институциональная экономика: Уч. пособ. / Олейник А.Н. -М.: Инфра-М, 2000.
37. Пашкус Ю.В. Деньги: прошлое и современность / Пашкус Ю.В., – Л.: Издательство Ленинградского университета, 1990.
38. Принципы электронного бизнеса: о фантазерах, мистиках и реалистах. Идея и способ функционирования новой экономики. Пер. с англ. Рубцова В., Грачевой М. М.: Открытые системы, 2001.
39. Прохоров А.П. Русская модель управления / Прохоров А.П. -М.: Эксмо, 2006.
40. Радаев В. Социология рынков: к формированию нового направления / Радаев В. -М.: ГУ-ВШЭ, 2003.
41. Райт Р. Моральное животное. [Электронный ресурс]. – Режим доступа:

http://protopop.chat.ru/ma.html

42. Расков Н.В. Переходная экономика России: экономика кривых зеркал / Расков Н.В., -СПб.: Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2006.
43. Рейнгольд Г. Умная толпа: новая социальная революция / Рейнгольд Г., Пер. с англ. А. Гарькавого, -М., 2006.
44. Российские банки сегодня: Финансовый, общественный и культурный капитал / Под ред. Д.Л. Волкова, Н.П. Евдокимовой-Динелло, Ю.Б. Ильиной, Н.В. Комаровой. – СПб.: Изд-во С.-Петерб.ун-та, 1997.
45. Россия в цифрах 2005.М.: Росстат. 2005.
46. Саймон Г. Теория принятия решений в экономической теории и науке о поведении. Теория фирмы / Саймон Г., Под ред. В.М.Гальперина. СПб.: Экономическая школа, 1995.
47. Скоробогатов А.С. Институциональная экономика: Курс лекций / Скоробогатов А.С. -СПб.: СПб филиал ГУ-ВШЭ. 2006.
48. Скитовски Т. Суверенитет и рациональность потребителя. См. Вехи экономической мысли. Теория потребительского поведения и спроса. Экономическая школа. Выпуск 1 / Скитовски Т., Под ред. В.М.Гальперина. Санкт –Петербург. 1993.
49. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / Смит А., -М.: ЭКСМО, 2007. Книга 1.
50. Смит А. Теория нравственных чувств / Смит А., -М: Республика. 1997.
51. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма / Сорос Дж., Пер. с англ. С.К. Умрихина, М.З. Штернгарц. –М.: Инфра-М, 1999.
52. Стиглиц Дж. Ревущие девяностые. Семена развала / Стиглиц Дж., Пер.с англ. Г.Г. Пирогов. -М., 2005.
53. Стиглиц Дж. Глобализация: тревожные тенденции / Стиглиц Дж., Пер. с англ. Г. Г. Пирогова. -М.: Мысль. 2003.
54. Уильямсон О. Экономические институты капитализма. Фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация / Уильямсон О., пер. с англ. Ю.Е. Благова, В.С. Катькало, Д.С. Славнова, Ю.В. Федотова, Н.Н. Цытович. – СПб.: Лениздат; CEV Press, 1996.
55. Фуруботн Г. Эрик и Рихтер Рудольф. Институты и экономическая теория: Достижения новой институциональной экономической теории / Пер. с англ. под ред. В.С. Катькало, Н.П. Дроздовой. СПб.: Издат. Дом Санкт-Петерб. гос. ун-та. 2005г.
56. Хайек Ф. Частные деньги / Хайек Ф., Пер. с англ. Б. Верпаховский. -М.: KOLONNA Publications, 1996.
57. Харрис Л. Денежная теория / Харрис Л., Пер. с англ. Общ. ред. и вступ. Ст. В. М. Усоскина- М.: Прогресс, 1990.

58. Шаститко А.Е. Новая институциональная экономическая теория / Шаститко А.Е. -М.: ТЕИС, 2002.
59. Швагер Д. Технический анализ. Полный курс / Швагер Д., Пер. с англ. А. Куницын, Б. Зуев. – М.: Альпина Паблишер, 2001.
60. Эггертссон Т. Экономическое поведение и институты / Эггертссон Т. -М.: Дело, 2001.

Статьи и материалы периодической печати

1. Абрамов А. Проблемы конкурентоспособности российского фондового рынка. // Абрамов А. Вопросы экономики. 2005, № 12.
2. Браен Долан. Ловушки валютного рынка с точки зрения брокера [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.kroufr.ru/content/view/1819/124/
3. Ведихин А. Мифы и реальность рынка Forex, или чего не стоит бояться трейдеру // Веди хин А. Дилинговый центр «Альпари».
4. Веретенников Д. Локальный Forex // Веретенников Д., D`. 2006, № 9(12).
5. Веретенников Д. Рынок чистого пари. // Веретенников Д, Смоленская Е. D`. 2006, № 10(13).
6. Вьюгин О. Стратегия развития. // Вьюгин О., Ведомости. 2006, 16 февраля.
7. Вязовский А. Биржевой Форекс – миф или реальность? // Вязовский А., Постнов Л. Валютный Спекулянт. 2005, № 2.
8. Герасименко Н. Нейросетевые технологии в анализе фондового рынка // Герасименко Н. Проблемы теории и практики управления. 2006, № 2.
9. Годовой отчёт ЗАО ММВБ за 2006 год.
10. Данилов Ю.А. Анализ и прогноз развития российского рынка ценных бумаг// Данилов Ю.А. ЭКО.1995, № 2.
11. Дилинг-центр или Биржа. Новые возможности и перспективы // ForexMagazine. Май 2007, № 172/21.
12. Доронин И. Мировой финансовый рынок на пороге XXI в. // Доронин И., Мировая эко номика и международные отношения. 2000, №8.
13. Драшкович В. Причины,последствия и противоречия глобализации // Драшкович В., Экономическая наука современной России. 2006, № 1.
14. Дьяченко А. Конфликт с брокером: как правильно себя повести // Дьяченко А., Современный Трейдинг. 2001, № 5-6.
15. Дэвидсон П. Посткейнсианская школа в макроэкономической теории // Дэвидсон П., Вопросы экономики. 2006. № 8.

16. Илющенко К. Интернет-трейдинг лайт // Илющенко К., D`. 2007,№ 5(20).
17. Илющенко К. Требуются брокеры. Зарплата 50х50. // Илющенко К., D`. 2007, № 16 (31).
18. Как испытывали СРО на российском фондовом рынке. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.nfa.ru/nfa2/calendar/20040930_kom3
19. Калугин Е. Создание электронного государства России. // Калугин Е., Проблемы теории и практики управления. 2007. № 1.
20. Коланьков А. Пути взаимодействия ФСФР и СРО // Коланьков А., Рынок ценных бумаг. 2007, № 15.
21. Кравченко П. Образовательный курс финансового управляющего // Кравченко П., Финансовый менеджмент. 2001, №5.
22. Кузнецов А. Форекс по-русски: накануне перемен // Кузнецов А., Интернет-журнал Forextimes.ru 05.11.2006
23. Кузьминов Я. Институты: от заимствования к выращиванию. Опыт российских реформ и возможности культивирования институциональных изменении // Кузьминов Я., Радаев В., Яковлев А., Ясин Е., Вопросы экономики. 2005. № 5.
24. Ларина Н. Электронные брокерские системы на валютном рынке // Ларина Н., Валютный спекулянт. 2002, № 11.
25. Левина И. К вопросу о соотношении реального и финансового секторов // Левина И., Вопросы экономики. 2006, № 9.
26. Лейонхуфвуд А. Кейнс как последователь Маршалла // Лейонхуфвуд А., Вопросы экономики. 2006. № 5.
27. Лысихин И. Who is мегарегулятор? // Лысихин И., Рынок ценных бумаг, 2007, № 5.
28. Ляско А.К. Институты поддержания доверия в Интернет-сделках. Части 1 и 2 // Ляско А.К. Экономическая наука современной России. 2006. № 1,2.
29. Мишина В.Ю. Российский валютный рынок в зеркале мировых тенденций // Мишина В. Ю., Деньги и кредит. 2005, № 6.
30. Моисеев С. Terra incognita: глобализация финансовых рынков // Моисеев С., Михайленко К., Вопросы экономики. 1999. № 6.
31. Обухова Е. Что за срочность? // Обухова Е., D`. 2006, № 5.
32. Ольсевич Ю. О специфике экономических институтов социальной сферы (теоретический аспект) // Ольсевич Ю., Мазарчук В., Вопросы экономики. 2005. № 5.
33. Осадчая И. Эволюция макроэкономической теории после Кейнса // Осадчая И., Вопросы экономики. 2006. № 5.
34. Основные показатели оборота валютного рынка Российской Федерации за 2007 год. [Электронный ресурс]. – Режим доступа:

http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/print.asp?file=turnover_07.htm

35. Павков Д.П. Некоторые аспекты организации и работы Forex-рынка в России // Павков Д.П., Проблемы региональной экономики: Труды Петрозаводского государственного университета. Серия: Экономика. Выпуск 7. 2006.
36. Пензин К. Основные международные тенденции в развитии бирж // Пензин К., Рынок ценных бумаг. 2002, № 6.
37. Полтерович В. Трансплантация экономических институтов. // Полтерович В., Экономическая наука современной России. 2001, № 3.
38. Потемкин А. Инфраструктура валютного рынка: на пути к конвертируемому рублю. // Потемкин А., Рынок ценных бумаг. 2005, № 1.
39. Радыгин А. Россия в 2000-2004 годах: на пути к государственному капитализму? // Радыгин А., Вопросы экономики. 2004, № 3.
40. Розмаинский И. Посткейнсианская макроэкономика:основные аспекты // Розмаинский И., Вопросы экономики. 2006, № 5.
41. Рубанов И. Медведи идут. // Рубанов И., Эксперт. 2006, № 19.
42. Рубченко М. Легко ехать под горку // Рубченко М., Эксперт. 2007, № 3.
43. Скоробогатов А. Институты как фактор порядка и как источник хаоса: неоинституционально-посткейнсианский анализ // Скоробогатов А., Вопросы экономики. 2006, № 8.
44. Скрипников С. Ж адная паутина. // Скрипников С., Эксперт. 2007,№ 19 (560).
45. Смоленская Е. Красное не надевать, деньги загодя не считать // Смоленская Е., D`. 2006, № 4 (8).
46. Смоленская Е. Торговать на интуиции нельзя. // Смоленская Е., D`. 2006, № 7-8 (11).
47. Соколинский Е. К нам пришёл новый клиент. // Соколинский Е., Валютный спекулянт. 2004, № 11.
48. Соловьев П. Системы управления рисками фьючерсных бирж. // Соловьев П., Рынок ценных бумаг. 2004, № 10-12. № 1, 2005.
49. Сторчак С. Финансовый рынок и проблемы терминологии. // Сторчак С., Финансы. 2006, № 12.
50. Тамбовцев В.Л. Институциональный рынок как механизм институциональных изменений. // Тамбовцев В.Л., Общественные науки и современность. 2001, № 5.
51. Терентьев Д. Курс почти не виден. // Терентьев Д., Совершенно секретно. 2007, № 7.
52. Ханин И. Право на выбор – Forex или Stocks. // Ханин И., Валютный спекулянт. 2002, №1.
53. Хмыз О. Локальные институциональные инвесторы стран с переходной экономикой. //

Хмыз О., Мировая экономика и международные отношения. 2006, № 3.

54. Шаповалов А. Планетарная валюта вместо доллара. // Шаповалов А., Российская газета. 8 февраля 2002 г.
55. Шихов Ю. Технологические секреты ММВБ // Шихов Ю., Якимкин В., Валютный спекулянт. 2004, № 2.
56. Шмелев Н. Монетарная экономика и структурные реформы в экономике постсоветской России. // Шмелев Н., Вопросы экономики. 2002, №5.
57. Эльстер Ю. Социальные нормы и экономическая теория. // Эльстер Ю., THESIS. Т.1. Вып. 3. 1993.

Зарубежная литература

1. Commons J.R. Institutional Economics. // American Economic Review. 1931.
2. Dr. Reed. That Sneaky Exponential—Beyond Metcalfe's Law to the Power of Community Building.
3. Greenspen A. “Electronic finance” remarks at the 9th Annual Financial Markets Conference sponsored by the Federal Reserve Bank of Atlanta // Sea Island. 2000. Oct.
4. Knight F.H. Risk, Uncertainty, and Proft. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.econlib.org/library/Knight/knRUP1.html#Pt.I,Ch.I
5. Resnick P. et al. Reputation systems: Facilitating Trust in Internet Interactions.
6. Steenbarger B. N. Behavioral Patterns That Sabotage Traders.[Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.esignallearning.com/education/marketmaster/archive/1006/101306.asp
7. Foreign exchange and derivatives market activity in 2004. Triennial Central Bank Survey // Bank for international settlements (BIS). March 2005.

Web-сайты в сети Интернет

1. Интернет-сайт ДЦ «Альпари». [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.alpari.biz
2. Интернет-сайт ДЦ «Альпари». [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.alpari-idc.ru/ru/articles/c_forex.html
3. Интернет-сайт Банка международных расчетов. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.bis.org
4. Интернет-сайт Центрального Банка России. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cbr.ru

5. Интернет-сайт Комиссии по Торговле Товарными Фьючерсами США [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cftc.gov
6. Интернет-сайт журнала ContextMag. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.contextmag.com/archives/199903/digitalstrategyreedslaw.asp
7. Галерея экономистов. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://gallery.economicus.ru/
8. Оффшор и оффшорные компании. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://gloffs.ru/
9. Интернет-сайт ФСФР РФ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fcsm.ru/
10. Персональный Интернет-сайт С.Г. Кирдиной. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.kirdina.ru/book/content.shtml
11. Персональный Интернет-сайт С.Г. Кирдиной. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://kirdina.ru/book2/content.shtml
12. Интернет-сайт Fakultet.net. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fakultet.net/downloads-file-30.html
13. Интернет-сайт Федеральной Резервной Системы США. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.federalreserve.gov//boarddocs/speeches/2000/20001016.htm
14. Интернет-сайт ДЦ Forexclub. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.forexclub.ru
15. Интернет-журнал Forextimes. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.forextimes.ru/article/a10395.htm
16. Интернет-сайт Управления по финансовому регулированию Великобритании. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fsa.gov.uk
17. Интернет журнал Forexmagazine. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.fxmag.ru
18. Лекционное выступление Д. Норта 7 марта 1997 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://institutional.boom.ru/North/Ponimanie_tranzitologia.htm
19. On-line конференция с участием П. Татарникова – вице-президент американской брокерской компании Forex Club Financial Company Inc. 12 сентября 2006г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.km.ru/conference/index.asp?data=12.09.2006%2013:00:00&archive=on
20. Интернет-сайт КРОУФР. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.kroufr.ru
21. Интернет-сайт ММВБ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.micex.ru
22. Интернет-сайт Министерства Финансов РФ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www1.minfin.ru/
23. Интернет-сайт НАУФОР. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.naufor.ru
24. Интернет-сайт Национальной фьючерсной ассоциации США. [Электронный ресурс]. –

Режим доступа: http://www.nfa.futures.org

25. Интернет-сайт Национальной валютной ассоциации РФ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.nva.ru/
26. IPO и частные размещения в России. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.offerings.ru
27. Интернет-сайт ДЦ «Альпари». [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://old.alpari.org/ru/articles/forexmyths.php
28. Интернет-сайт РИА «РосБизнесКонсалтинг». [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.rbc.ru
29. Интернет-сайт РТС. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.rts.ru
30. Форум брокерского дома Water House Capital. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.procapital.ru/showthread.php?t=2780
31. Интернет-сайт Международного банковского института. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://stud.ibi.spb.ru/131/ruchdmit/html_files/forex_history.htm
32. Интернет сайт биржи «Санкт-Петербург». [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.spbex.ru

Приложения

Приложение 1

Общий средний дневной оборот валют
по межбанковским кассовым конверсионным операциям
на внутреннем валютном рынке Российской Федерации
(млн. долл. США)

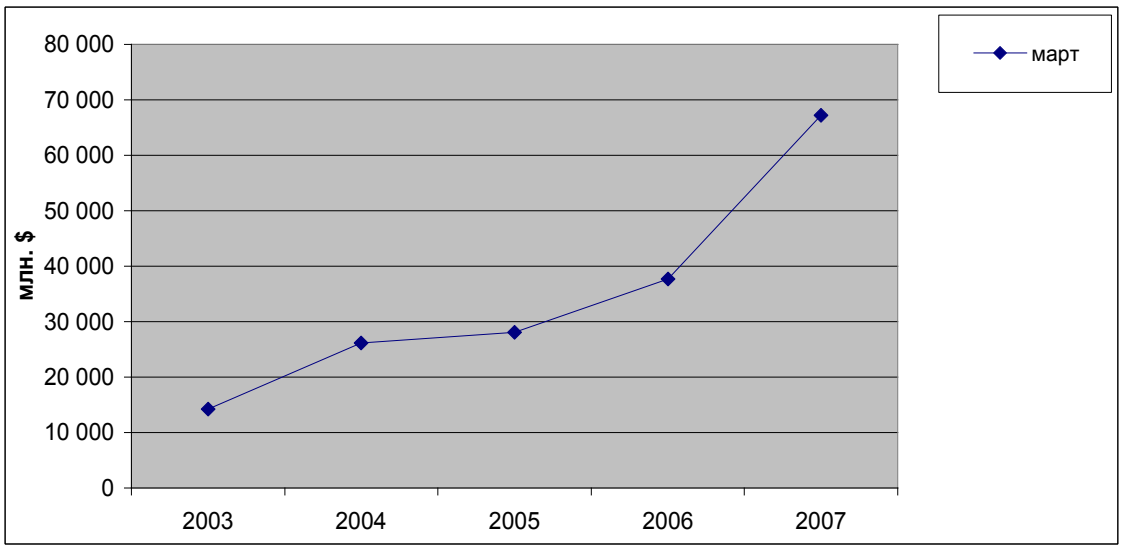
Табл. 1

период	Общая сумма всех валют				
	2003	2004	2005	2006	2007
январь	9 648	28 801	28 710	30 598	43 999
февраль	13 977	33 085	26 607	30 407	55 981
март	14 184	26 129	28 073	37 664	67 173
апрель	15 660	22 154	27 510	32 591	58 312
май	17 603	22 624	20 909	39 544	59 197
июнь	22 185	18 689	25 184	42 561	62 615
июль	20 814	15 144	25 922	37 886	84 524
август	19 595	16 114	24 992	39 618	
сентябрь	19 087	15 171	32 213	43 653	
октябрь	19 934	19 566	45 383	39 671	
ноябрь	16 116	25 915	34 236	38 957	
декабрь	20 240	35 289	34 426	45 198	

источник: Статистическая информация Центрального Банка России

Общий средний дневной оборот валют
по межбанковским кассовым конверсионным операциям
на внутреннем валютном рынке Российской Федерации
(млн. долл. США)

Рис. 1

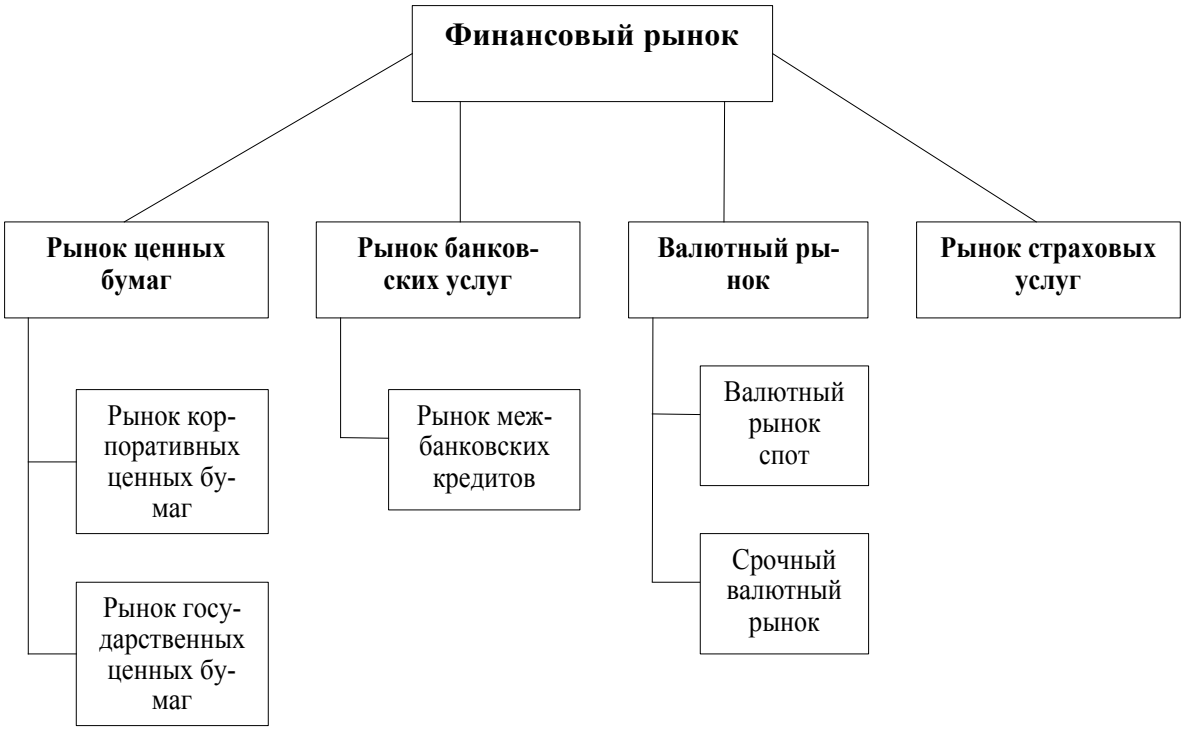


Для сравнения отметим, что дневной торговый оборот рынка ценных бумаг составлял 29 июня 2007 года по ММВБ 1 889,94 млн. долл., по РТС 44,84 млн. долл.

Приложение 2

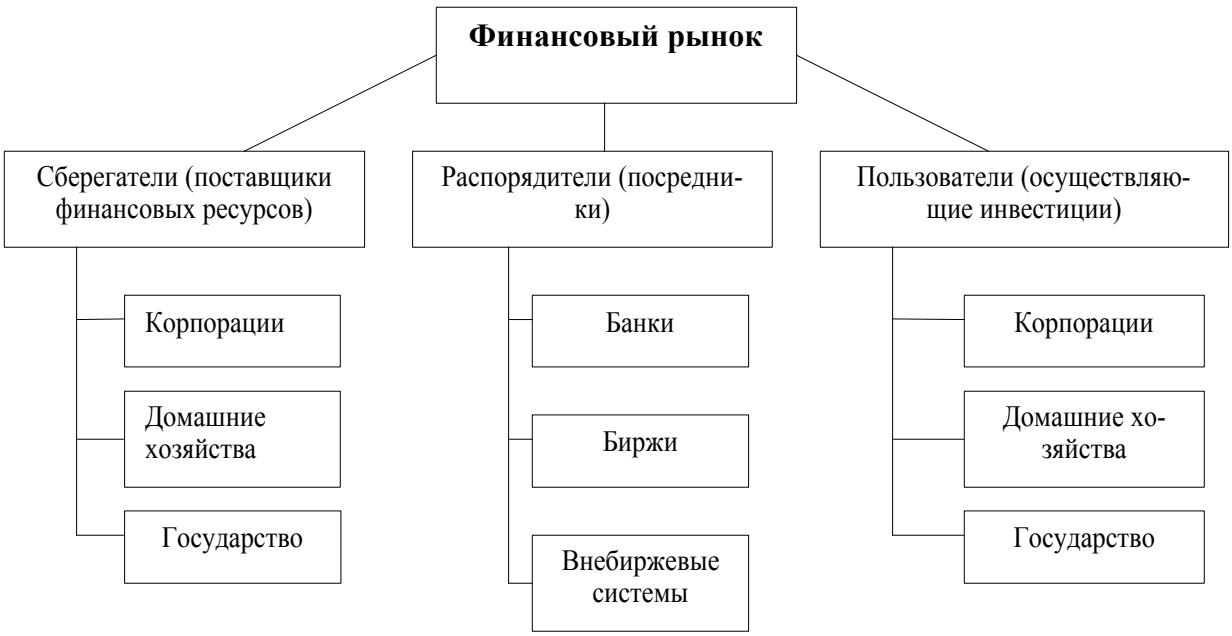
Структура финансового рынка по основным рыночным сегментам

Рис.1



Основные субъекты финансового рынка по их функциям

Рис.2



Главные секторы национального хозяйства, поставляющие ресурсы на финансовые рынки

Рис.3

Домохозяйства (население) основную часть капитала формируют за счет собственных средств и незначительную за счет кредитных ресурсов. Именно в домохозяйствах образуется основной избыток финансовых средств, который направляется на финансирование коммерческих фирм, государства и размещается в финансовых институтах. В развитых рыночных экономиках домашние хозяйства выступают основным инвестором на финансовом рынке.

Существует и обратная связь, когда финансовые потоки идут от финансово дефицитных секторов к финансово-избыточным. Так, государство оказывает поддержку в виде финансовой помощи, льготных кредитов начинающим коммерческим фирмам.

Существует движение финансовых средств и внутри секторов. Например, коммерческие фирмы оказывают друг другу финансовые услуги, образуя кредиторскую и дебиторскую задолженности. Однако эти денежные потоки взаимно погашаются, если рассматривать сектор в целом.

Приложение 3

Основные группы участников финансового рынка

Основные группы участников финансового рынка с точки зрения отношений между ними по поводу распределения рисков и доходности.

Инвесторы:

Предприятия, фирмы, организации. В условиях, когда в российской экономике наметился подъем, не вызывает сомнения тот факт, что все большему количеству предприятий требуются средства для дальнейшего развития производства. А с учетом того, что основные средства у большинства из них устарели как физически, так и морально, то модернизация производства требует весьма значительных капиталовложений. Причем привлечь их нужно не на день-два, а на более продолжительный срок. В данном случае у компаний есть две основные возможности привлечения денежных средств: 1) заимствование у банков; 2) выпуск и размещение ценных бумаг.

Всякий бизнес сопряжен с определенным риском. Поэтому, вкладывая деньги в производство, их владелец берет часть этих рисков на себя. За это он получает часть прибыли от производства. В зависимости от общественного положения инвестора и его особенностей, его отношение к риску может быть различным. В соответствии с этим возникают различные механизмы передачи средств от инвестора к предпринимателю.

Один из возможных механизмов состоит в следующем. Владелец денег кладет их на депозит в банк, а банк выдает, нуждающемуся в них, коммерческий кредит. При этом банк несет полную ответственность перед владельцем денег. Поэтому, риск вкладчика, как правило, невелик и, соответственно, невелики и проценты по вкладу. В этом случае риски и издержки перекладываются на банк. С другой стороны, заемщик-бизнесмен несет полную ответственность перед банком, соответственно принимает на себя риски и издержки. Банк же рискует относительно немного и получает, соответственно, относительно не-

высокие проценты. Механизм банковского кредитования является достаточно привлекательной формой привлечения инвестиций для бизнеса, однако в условиях высокой инфляции эти выгоды существенно уменьшаются и соответственно возрастают издержки (особенно у российского бизнеса).

При недостатке денежных средств, предприятие может выпустить ценные бумаги и тем самым привлечь дополнительный капитал для своего развития. Однако такой способ более ресурсоёмкий, но и отдача также выше, чем при заимствовании в банке. Акты купли-продажи ценных бумаг происходят на фондовых рынках, имеющих свои особенности, отличающие их от рынков товаров и услуг, а также ресурсных рынков.

Население. Домашние хозяйства, также имеющие временно свободные деньги, желающие не только сохранить их стоимость, но и, по возможности, еще и приумножить ее, будут стремиться выступить на финансовом (валютном) рынке в качестве инвестора. Складывается взаимная заинтересованность в передаче средств от населения к предпринимателю. У населения также есть разные способы сохранения и приумножения стоимости денежных активов.

Самый простой способ - создавать дома "заначку" (все 90-е гг. - это был наиболее любимый способ сбережения у россиян). Каждый из нас стремится что-то отложить - либо на будущие покупки, либо, как говорится, "на всякий случай". Конечно, деньги при этом не прирастают. Этим и отличаются сбережения от инвестиций. Какая-то часть средств, несомненно, должна быть всегда под рукой. Но не стоит думать, что это самый безопасный способ. Нельзя забывать о риске ограбления или пожара. Но если даже оптимистично считать эти риски маловероятными, все равно остается инфляция, которая день ото дня, из месяца в месяц снижает покупательную способность сбережений.

Другой способ - вложить свободные денежные средства в банк под определённые проценты и через какое-то время вернуть свои деньги, как правило, с небольшим доходом.

И, наконец, третий способ - вложить свободные денежные средства в ценные бумаги, валюту, и другие инструменты.

Первый случай мы не будем рассматривать, т.к. «заначки» - это специфическая форма «сбережений» у россиян. Во втором случае человек получает небольшой фиксированный доход. В третьем случае – доход, как правило, выше, но и риск увеличивается. На финансовые инструменты влияет множество факторов, доходность спрогнозировать сложнее, при этом она имеет вероятностный характер (см. Приложение 4). Например, на курс доллара влияют статистические показатели различных отраслей экономики США. Чем лучше экономическое положение страны в определённый момент времени, тем дороже доллар и, соответственно, выше доход человека, вложившего свободные деньги в эту валюту.

Кроме хранения наличной валюты дома или размещения денежных средств на банковских депозитах, в современном финансовом мире есть много других способов получить более высокие доходы. Тысячи россиян уже убедились в том, что современный финансовый рынок предлагает целый ряд новых возможностей более выгодного вложения личных средств. И среди этих возможностей можно найти подходящий вариант как для осторожного и консервативного инвестора, согласного лишь на небольшой риск, так и для тех, кто ради более высоких доходов согласен взять на себя повышенный риск. Конечно, если инвестор готов только на минимальный риск, то и доход, соответственно будет небольшим, скорее всего, он лишь ненамного превысит доход по банковским вкладам. А максимальную доходность дадут максимально рискованные инструменты. Так уж устроен финансовый рынок, что доход неотделим от риска.

К инструментам, которые существенно расширяют возможности инвесторов на финансовом рынке, можно отнести акции, облигации, разнообразные производные финансовые инструменты.

Можно покупать и продавать их самостоятельно, а можно отдать свои средства в доверительное управление профессионалам. Это может снизить ваши издержки как непрофессионального инвестора. Доверительное управление может быть индивидуальным, когда профессиональный управляющий опери-

рует только вашими средствами. Но суммы при этом требуются весьма значительные. В противном случае, профессиональный управляющий оценит собственные риски (издержки) как значительные. Это может быть рискованно и для мелкого инвестора, поскольку создать разнообразный (диверсифицированный) портфель можно только обладая солидными суммами. Доверительное управление может быть и коллективным, в этом случае средства множества инвесторов объединяются вместе и становятся вполне достаточными для приобретения множества разных активов. Основной институт коллективного инвестирования в России - это паевые инвестиционные фонды.

Группа распорядителей (посредников).

1. **Коммерческие банки.** Известно, что основной целью функционирования коммерческого банка, как и любого предприятия, является получение прибыли. Доходы и прибыль банки имеют благодаря активным операциям. Активные операции банков - финансовые операции по размещению свободных средств, с целью получения прибыли. Основным источником получения банком прибыли являются ликвидные активы, т.е. активы, легко превращаемые в денежную форму (в наличность или средства на счетах банка). Наибольший вес в структуре ликвидных активов коммерческих банков имеют краткосрочные и долгосрочные кредиты, т.к. именно с кредитованием связана значительная часть прибыли банка. Таким образом, коммерческий банк выполняет очень важную функцию на финансовом рынке. Он является посредником между теми, у кого имеются свободные денежные средства (инвесторы) и теми, кто нуждается в привлечении капитала (фирмы, компании).

2. **Институты коллективного инвестирования** можно рассматривать как альтернативную возможность банковскому сектору. В последние годы развитие финансового рынка характеризуется появлением многочисленных небанковских посредников, которые предлагают все более широкий набор финансовых услуг. К ним относятся: паевые инвестиционные фонды, страховые компании, управляющие компании и др.

Пенсионные фонды и страховые компании относятся к группе крупных игроков (субъектов) финансового рынка. Так, взаимные инвестиционные фонды только в США контролируют более четырех триллионов долларов, что составляет приблизительно половину суммы, контролируемой такими институтами по всей мировой экономике[1]. В различных странах роль тех или иных профессиональных посредников может быть различна в силу исторически сложившихся условий.

Паевые фонды - это объединенные средства многих инвесторов, которые передаются ими в доверительное управление специальным компаниям, которые называются управляющими компаниям. Инвестиции в паевые фонды - это *долгосрочные* вложения. В российских условиях специалисты рекомендуют инвестировать не менее чем на год. В аналогичные фонды коллективного инвестирования в западных странах инвесторы вкладывают свои деньги на десятки лет. От паевого фонда можно ожидать доходность выше, чем по банковскому депозиту. Однако эта доходность не гарантируется.

3. В последние годы во многих странах, в том числе и в России растет число **частных (индивидуальных) инвесторов**. Так, в США до трети дохода таких «маленьких» игроков обеспечивается за счет прироста их капитала, воплощенного в инвестиционных портфелях. Частных инвесторов можно разделить на следующие три основные группы:

— инвесторы, рассматривающие работу на финансовых рынках как возможный и единственный источник доходов. Они чаще всего выступают в качестве профессионального индивидуального трейдера;

— инвесторы, рассматривающие финансовый рынок как дополнительный источник дохода. Они чаще всего отдают свои средства в фонды коллективного инвестирования (управляющие компании);

— инвесторы, желающие работать на финансовых рынках самостоятельно, но обладающие небольшим первоначальным капиталом. Для них предназначен, например, мини-Forex.

---

[1] Евстигнеев В. Указ.соч. С. 228

Приложение 4

Способы измерения риска и прогнозирования доходности (результативности) финансовых вложений

Многие инвесторы при оценке финансовых управляющих (трейдеров) совершают ошибку, фокусируясь исключительно на доходности. Рынок имеет такую природу, что получаемая на нём доходность не может быть постоянной. Поэтому помимо доходности, необходимо встраивать в процесс оценки некоторый способ измерения риска.

Сравнение ежемесячной доходности двух трейдеров

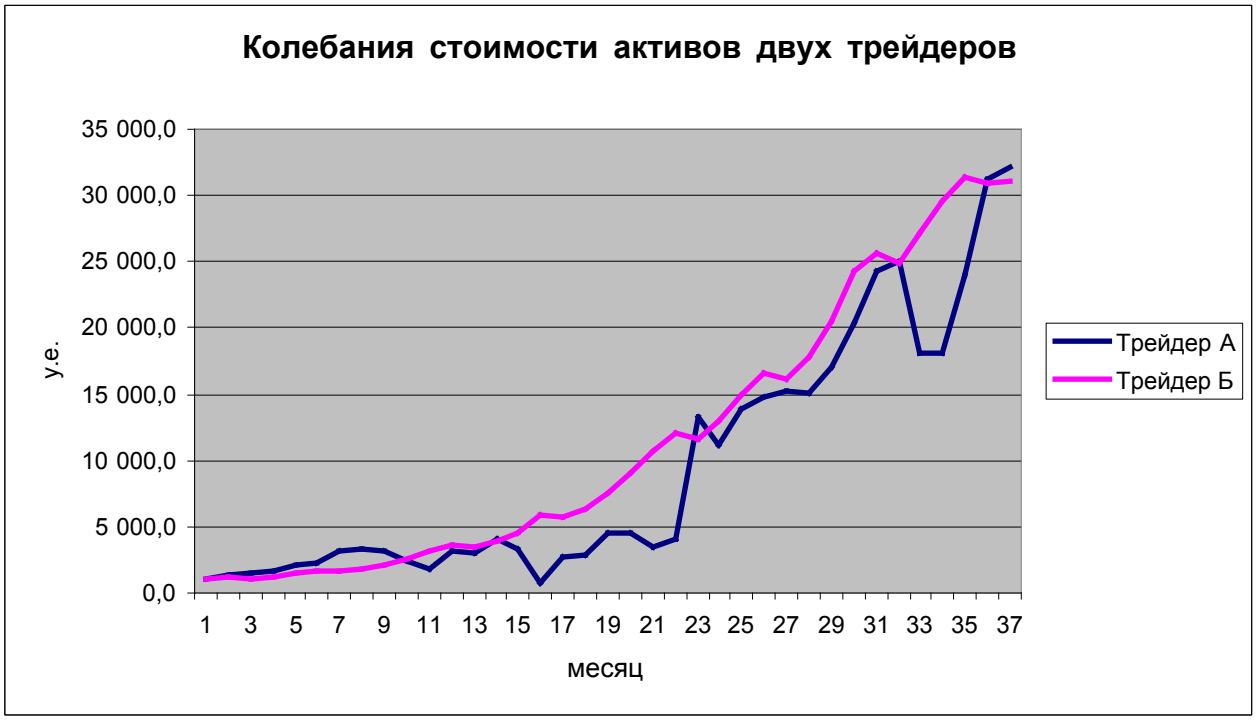
Табл.1

Трейдер А					Трейдер Б				
Месяц	Изменение активов, %	Коэффициент изменения активов	Изменение активов, у.е.	Совокупное изменение активов, у.е.	Месяц	Изменение активов, %	Коэффициент изменения активов	Изменение активов, у.е.	Совокупное изменение активов, у.е.
0	0,00		0,0	1 000,0	0			0,0	1 000,0
1	39,32	0,39	393,2	1 393,2	1	20,76	0,21	207,6	1 207,6
2	12,98	0,13	180,8	1 574,0	2	-8,54	-0,09	-103,1	1 104,5
3	7,10	0,07	111,8	1 685,8	3	13,65	0,14	150,8	1 255,2
4	20,89	0,21	352,2	2 038,0	4	15,04	0,15	188,8	1 444,0
5	13,19	0,13	268,8	2 306,8	5	15,36	0,15	221,8	1 665,8
6	38,74	0,39	893,6	3 200,4	6	-1,34	-0,01	-22,3	1 643,5
7	2,80	0,03	89,6	3 290,0	7	6,80	0,07	111,8	1 755,3
8	-5,17	-0,05	-170,1	3 119,9	8	18,30	0,18	321,2	2 076,5
9	-23,09	-0,23	-720,4	2 399,5	9	25,92	0,26	538,2	2 614,7
10	-22,60	-0,23	-542,3	1 857,2	10	18,97	0,19	496,0	3 110,7
11	72,98	0,73	1 355,4	3 212,6	11	15,90	0,16	494,6	3 605,3
12	-7,05	-0,07	-226,5	2 986,2	12	-3,56	-0,04	-128,3	3 476,9
13	36,73	0,37	1 096,8	4 083,0	13	11,53	0,12	400,9	3 877,8
14	-20,42	-0,20	-833,7	3 249,2	14	18,65	0,19	723,2	4 601,1
15	-77,98	-0,78	-2 533,7	715,5	15	26,89	0,27	1 237,2	5 838,3
16	286,17	2,86	2 047,5	2 763,0	16	-2,15	-0,02	-125,5	5 712,8
17	4,77	0,05	131,8	2 894,8	17	10,47	0,10	598,1	6 310,9
18	55,63	0,56	1 610,4	4 505,1	18	19,18	0,19	1 210,4	7 521,3
19	0,91	0,01	41,0	4 546,1	19	19,43	0,19	1 461,4	8 982,7
20	-24,72	-0,25	-1 123,8	3 422,3	20	19,70	0,20	1 769,6	10 752,3
21	18,80	0,19	643,4	4 065,7	21	11,67	0,12	1 254,8	12 007,1
22	228,01	2,28	9 270,2	13 335,9	22	-2,90	-0,03	-348,2	11 658,9
23	-16,44	-0,16	-2 192,4	11 143,5	23	10,76	0,11	1 254,5	12 913,4
24	25,22	0,25	2 810,4	13 953,9	24	15,09	0,15	1 948,6	14 862,0

25	6,37	0,06	888,9	14 842,8	25	11,34	0,11	1 685,4	16 547,3
26	2,15	0,02	319,1	15 161,9	26	-2,10	-0,02	-347,5	16 199,8
27	-0,74	-0,01	-112,2	15 049,7	27	9,53	0,10	1 543,8	17 743,7
28	13,64	0,14	2 052,8	17 102,5	28	15,63	0,16	2 773,3	20 517,0
29	18,87	0,19	3 227,2	20 329,7	29	18,45	0,18	3 785,4	24 302,4
30	19,39	0,19	3 941,9	24 271,6	30	5,30	0,05	1 288,0	25 590,5
31	3,20	0,03	776,7	25 048,3	31	-2,80	-0,03	-716,5	24 873,9
32	-27,43	-0,27	-6 870,8	18 177,6	32	9,30	0,09	2 313,3	27 187,2
33	-0,01	0,00	-1,8	18 175,8	33	8,56	0,09	2 327,2	29 514,4
34	31,58	0,32	5 739,9	23 915,7	34	6,34	0,06	1 871,2	31 385,6
35	30,34	0,30	7 256,0	31 171,7	35	-1,60	-0,02	-502,2	30 883,5
36	3,29	0,03	1 025,5	32 197,2	36	0,71	0,01	219,3	31 102,7

Расчёты автора на основе реальных стейтментов двух трейдеров дилинговой компании Alpari.

Рис. 1



Рассмотрим колебания стоимости (волатильность) активов на счетах трейдеров А и Б с позиции инвестора, который выбирал бы, кому из них доверить свои денежные средства в управление. Хотя доходность трейдера А оказалась выше к концу анализируемого периода, вряд ли можно утверждать, что он торгует лучше. Доходность трейдера А имеет резкие падения. И эта черта является негативной, т.к. во-первых, инвестор будет переживать неприятные периоды, во-вторых, инвестор, начинающий работать с трейдером А в момент резкого роста активов (а это вполне возможно), может понести существенные убытки, т.к.

существует возможность выбыть раньше, чем начнется очередной период высокой результативности.

Очевидно, что трейдер Б имеет лучшую историю торговли. Как показано на этом примере, любой метод оценки результативности должен включать в себя способ измерения риска.

Классическая мера отношения доходности к риску — коэффициент Шарпа — может быть выражена следующим образом[1]:

$$SR = \frac{E - I}{sd},$$

где E – ожидаемая доходность (матожидание),

I – безрисковая процентная ставка,

sd – стандартное отклонение прибыли (StDev)

Как правило, ожидаемая доходность предполагается равной средней доходности в прошлом. Поэтому, несмотря на то, что E всегда обозначает ожидаемую будущую доходность, мы будем использовать ее как синоним средней доходности в прошлом.

Введение I в коэффициент Шарпа раскрывает, что инвестор всегда мог бы заработать определенную безрисковую прибыль. В нашем примере, для упрощения расчётов, I=0. Это упрощенное предположение не изменяет существенно какие-либо теоретические или практические моменты.

Стандартное отклонение (StDev) - волатильность портфеля — это статистическая величина, предназначенная для измерения степени разброса данных. Формула для стандартного отклонения такова:

StDev = SQRT (D) (корень квадртаный из дисперсии набора)

$D = [(X_1-E)^2 + (X_2-E)^2 + (X_3-E)^2 + \ldots + (X_N-E)^2] / N,$

где X_N – отдельные значения данных,

E – матожидание,

N – количество сегментов данных.

[1] Швагер Д. Технический анализ. Полный курс / Пер. с англ. А. Куницын, Б. Зуев. – М.: Альпина Паблишер, 2001. С. 733 - 735.

В применении к коэффициенту Шарпа, N равно количеству временных интервалов. Например, если для исследуемого трехгодичного периода используются месячные временные интервалы, то N = 36.

Экономический смысл коэффициента Шарпа состоит в том, что стандартное отклонение измеряет риск. То есть чем больше отклонение доходности отдельных сегментов от среднего значения доходности, тем более рискованны инвестиции. В сущности, стандартное отклонение измеряет неопределенность прибыли. При небольшом стандартном отклонении реальная прибыль, скорее всего, будет близка к ожидаемой. С другой стороны, если стандартное отклонение велико, то оно предполагает большую вероятность того, что реальная прибыль будет существенно отличаться от ожидаемой. Коэффициент Шарпа отражает соотношение доходности и риска инвестирования в тот или иной актив. Вложения будут тем эффективнее, чем выше значение коэффициента Шарпа.

Существует еще одно применение Шарпа - выявление мошенников. Если доходность стабильна настолько, что Шарп принимает высокие значения, значит данным счётом «управляет» скорее всего, мошенник. Таким образом, инвесторы должны не стремиться инвестировать в высокий Шарп, а скорее опасаться инвестиций в аномально стабильную доходность. По меньшей мере, слишком высокая стабильность должна вызывать серьезные подозрения, и в этом случае надо выяснять насколько она соответствует природе рынка. Причем величина доходности не имеет значения. Даже небольшие прибыли невозможно получать стабильно, не прибегая к методам искусственного создания этой стабильности.

Однако основная проблема этого коэффициента заключается в том, что он показывает лишь степень стабильности работы трейдера и одинаково оценивает и, так называемую, «волатильность вверх»[1] и «волатильность вниз»[2]. Существует аналогичный коэффициент, который при выбросах вверх не уменьшается.

---

[1] Волатильность, рассчитанная только по "положительным" отклонениям, называется "волатильность вверх" или upside deviation.

[2] Волатильность, рассчитанная только по "отрицательным" отклонениям, называется "волатильность вниз" или downside deviation.

Он гораздо более логичен для оценки эффективности работы трейдера – коэффициент Сортино.

Коэффициент Сортино еще один показатель, позволяющий оценить доходность и риск инвестиционного инструмента. Математически он рассчитывается аналогично коэффициенту Шарпа, однако, вместо волатильности портфеля используется "волатильность вниз", т.е. потенциальное недополучение дохода. Что это такое? Дело в том, что при оценке риска могут использоваться разные показатели. Один из них – волатильность, которая учитывает как "положительные", так и "отрицательные" отклонения от среднего значения доходности инструмента. В то же время риск можно оценивать только как "отрицательные" отклонения, потому что любые "положительные" отклонения – это, своего рода, дополнительный доход (который никакой опасности не несет), в то же время "отрицательные" отклонения – это потенциальное недополучение дохода, и именно его необходимо учитывать. При расчете коэффициента Сортино в знаменателе используется как раз "волатильность вниз". Интерпретация этого показателя следующая – чем выше значение коэффициента, тем лучше, тем больший доход приходится на единицу капитала, подверженного риску[1].

Расчёт коэффициентов Шарпа и Сортино

Табл. 2

	Трейдер А		Трейдер Б	
	Расчёт коэффициента Шарпа	Расчёт коэффициента Сортино	Расчёт коэффициента Шарпа	Расчёт коэффициента Сортино
Матожидание (E)	0,2132	0,2256	0,1040	0,0312
Дисперсия (D)	0,4010	0,0416	0,0081	0,0005
Стандартное отклонение (StDev)	0,6332	0,2049	0,0902	0,0216
Коэффициент Шарпа	**0,32**		**1,04**	
Коэффициент Сортино		**1,10**		**1,45**

[1] http://ukagro.ru/index.php?option=com_content&task=view&id=135&Itemid=104

На основе двух коэффициентов из таблицы 2 разумно предположить, что большинство инвесторов предпочли бы трейдера Б трейдеру А, поскольку немного более низкая доходность трейдера Б компенсируется значительно меньшим риском.

Однако данные коэффициенты можно использовать как один из параметров для оценки трейдеров или фондов, но не главный. Существует как минимум ещё 4 параметра, которые публикуются инвестиционными компаниями, по которым можно оценить эффективность:

- Доходность;
- Максимальная просадка счёта или фонда;
- Коэффициент Альфа;
- Коэффициент Бета.

Действительную эффективность инвестиций можно оценить, только используя совокупность коэффициентов и показателей в качестве системы оценки.

Приложение 5

Табл. 1

Объем торгов на ММВБ									
Вид финансового инструмента		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Валютный рынок, итого	млрд. руб.	1 719,9	3 512,1	2 110,3	2 017,8	4 441,6	10 051,9	16 789,7	25 890,3
Фондовый рынок, итого	млрд. руб.	201,0	707,7	977,4	1 528,8	3 021,2	4 246,6	6 024,0	15 049,1
Рынок "репо", итого	млрд. руб.	–	–	–	104,6	1 118,0	1 452,9	3 257,2	9 745,4
Депозиты Банка России	млрд. руб.	–	–	–	–	–	199,3	198,8	468,2
Срочный рынок, итого	млрд. руб.	–	0,6	4,7	13,3	3,5	13,1	186,8	894,3
Оборот ММВБ, итого	млрд. долл.*	76,7	150,0	105,9	117,3	280,8	555,4	932,2	1 924,8
	трлн. руб.	1,9	4,2	3,1	3,7	8,6	16,0	26,5	52,0

* – рассчитано путем деления оборота ММВБ в рублях на средневзвешенный годовой курс российского рубля к доллару США

Источник: Интернет-сайт биржи ММВБ http://www.micex.ru

График 1

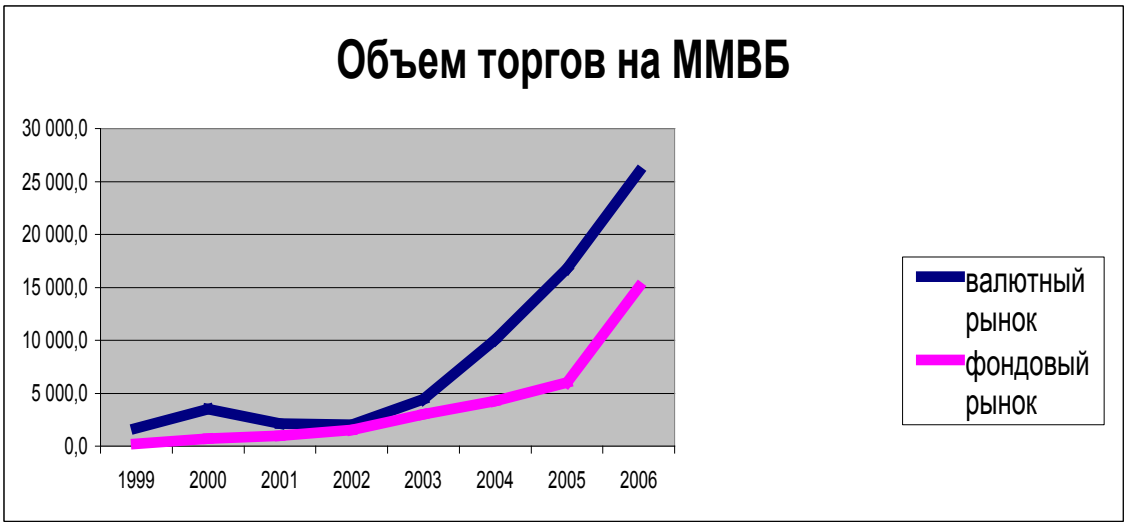
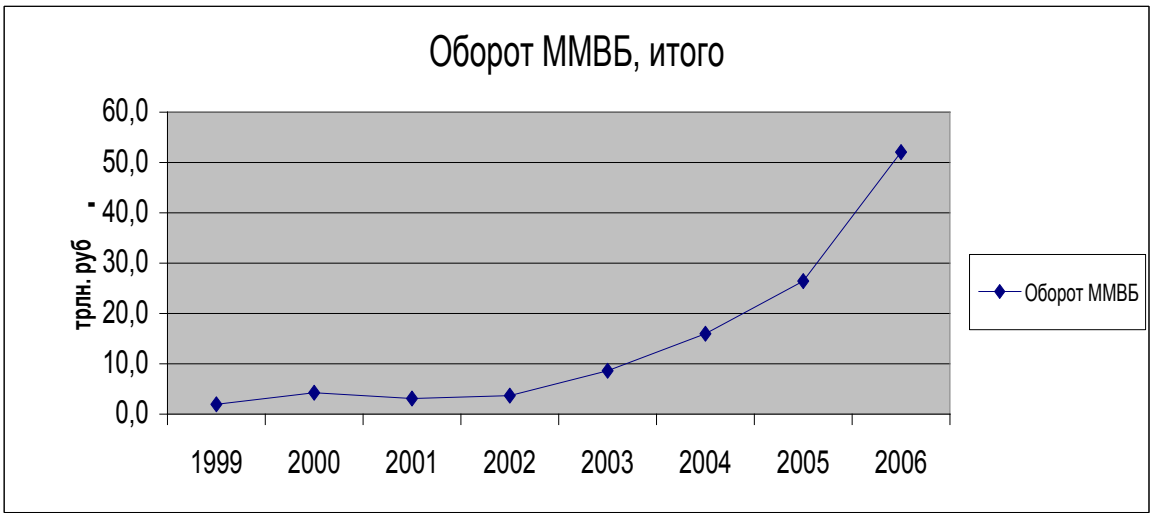


График 2



Биржа ММВБ – крупнейший игрок на всех сегментах финансового рынка

Вместе с мировым валютным рынком внедрение современных электронных технологий на российском межбанковском рынке началось с внедрения западных внебиржевых электронных торговых систем Reuters Dealing 2000, EBS (Electronic Brokerage System) и Bloomberg. В России аналогом западных электронных систем стала система электронных торгов ММВБ (СЭЛТ). В 2001 г., в целях дальнейшего совершенствования инфраструктуры организованного валютного рынка России, ММВБ и компания «Рейтер» предоставили участникам возможность использования программно аппаратного шлюза «Reuters Dealing Tradelink for MICEX» (RDT), позволяющего автоматизировать доступ из системы Reuters Dealing в СЭЛТ ММВБ. Причем подключение шлюза RDT к торговой системе ММВБ носило уникальный характер не только в России, но и в мире, так как до этого глобальная дилинговая система Reuters Dealing, объединяющая более 20 тыс. пользователей, носила замкнутый характер.

Биржевой организатор финансового рынка в России – ММВБ выступает своего рода эталонным институтом организации формирующегося финансового рынка в целом. В новых условиях ММВБ продолжала модернизировать расчетно-торговую инфраструктуру валютного рынка в соответствии с возникающими потребностями его участников - внедрялись новые технологии, развивалась система интернет-доступа и электронного документооборота. Все это способствовало существенному снижению торговых издержек участников за счет внедрения систем немедленной сквозной обработки трансакций, обеспечивая *их непрерывность.*

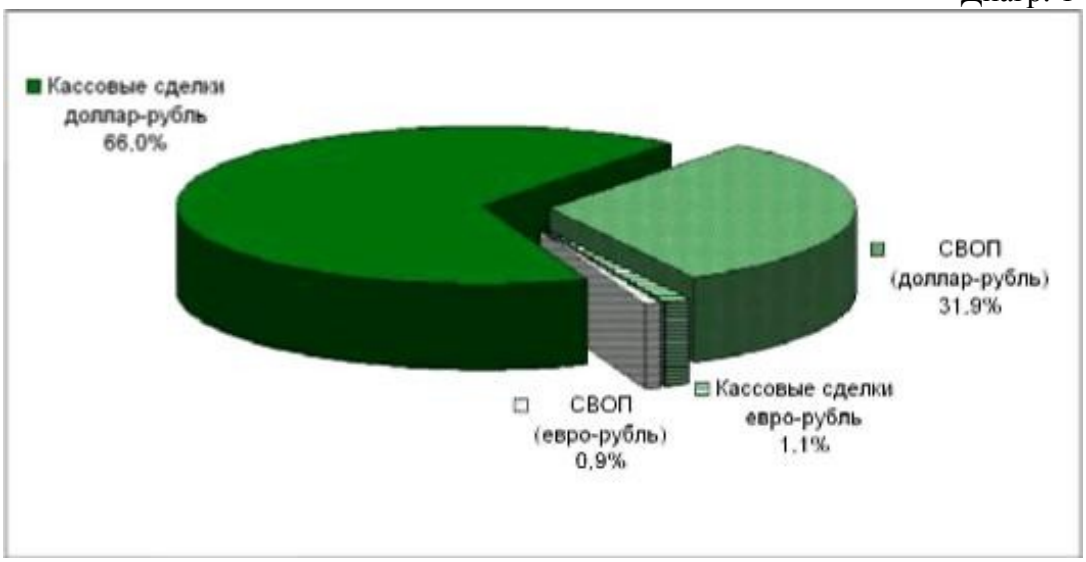
В 2004 году интернет-доступ к торгам имели более 50 банков, а электронный документооборот использовали 160 участников торгов, что на 34% больше предыдущего года. Закономерным результатом работы по расширению спектра и повышению качества предоставляемых услуг стал рост числа активных уча-

стников биржевого валютного рынка. Общее число членов Секции валютного рынка ММВБ за год выросло на 8% и на 1 января 2005 г. составило 534 кредитные организации. Внедрение интернет-технологий расширяет доступ к торгам и мелким инвесторам. В 2006 г. на ММВБ был зарегистрирован 200 000 индивидуальный инвестор. А в 2007 г. планируется предоставлять фактически выход на Forex – предполагается ввести новый инструмент EUR/USD (евро/доллар)[1].

Единственным конкурентом ММВБ на биржевом валютном рынке сегодня является РТС. Биржа РТС с 2003 года развивает проект RTS Money, предоставляя клиентам, как и биржа ММВБ, возможность заключать сделки через терминал REUTERS DEALING. Но поскольку основные клиенты рынка Forex в России предпочитают работать с дилинговыми центрами или банками, то торговля валютой на биржах осуществляется с 10:00 до 17:00.

Структура оборота валютного рынка ММВБ за май 2007г.

Диагр. 1



[1] Годовой отчет ЗАО ММВБ за 2006г.

Интернет-трейдинг на бирже ММВБ

Одним из важных технологических направлений работы Группы ММВБ является развитие систем удаленного доступа к Системе торгов через Интернет. Они позволяют участникам торгов устанавливать удаленные рабочие места «третьего» уровня непосредственно своим клиентам с использованием аппаратно-программного интерфейса («шлюза»). Эксплуатация удаленных клиентских рабочих мест делает возможной реализацию гибкой схемы взаимодействия между клиентом и его брокером, включая трансляцию биржевой информации и передачу заявок брокерам в режиме реального времени.

Рис. 1

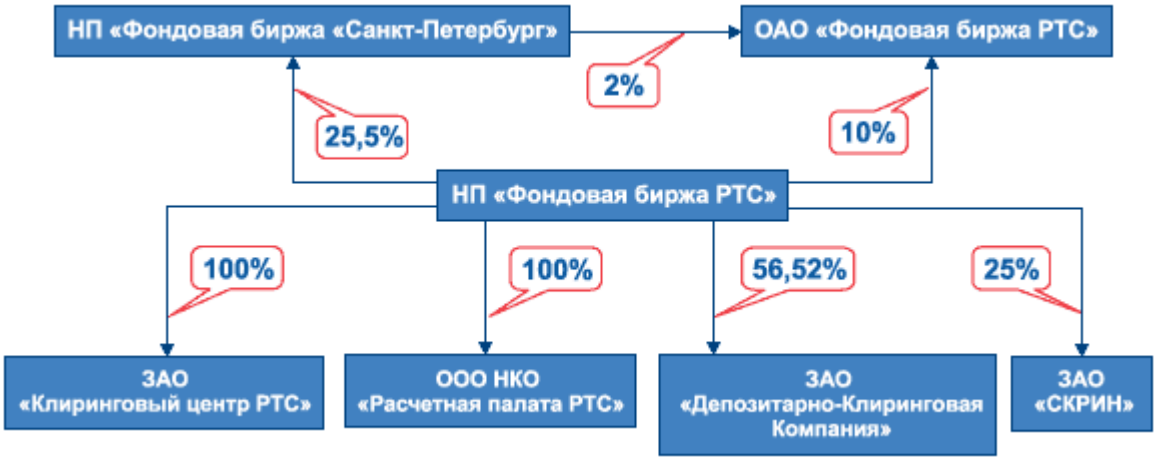
Итоги 2006 года показывают, что технология интернет-трейдинга пользуется широким спросом участников фондового рынка. Так, в отчетном году на долю интернет-торговли пришлось свыше 60 % оборота торгов, причем более 90 % всех сделок было совершено с применением этой технологии доступа к торгам.

Источник: Годовой отчёт ЗАО ММВБ за 2006 год.

Приложение 6

Схема 1

Структура Группы РТС



Источник: Интернет-сайт биржи РТС http://www.rts.ru

Валютный рынок RTS Money

RTS Money - часть межбанковского валютного рынка, сочетающая в себе ликвидность, поддерживаемую маркет-мейкерами, гарантии расчетов, обеспечиваемые НКО "Расчетная палата РТС", и передовые торговые электронные технологии.

Торги на валютном рынке RTS Money начались в апреле 2003 года. Участники торгов могут заключать конверсионные сделки с различными иностранными валютами, проводить расчеты через Расчетную палату РТС по сделкам, заключенным на прямом межбанковском рынке или через брокерские компании, а также заключать сделки посредством системы двусторонних переговоров. Участник RTS Money имеет возможность совершать операции независимо от лимитного пространства на межбанковском рынке и месторасположения контрагента. Оптимальная тарифная политика и высокая скорость заключения сделок позволяют минимизировать издержки.

Сделки в RTS Money заключаются через терминал, представляющий собой рабочее место валютного дилера, обеспечивающий отображение в режиме ре-

ального времени информации о состоянии рынка, графическое отражение изменения курса и объемов торгов. В торговый терминал RTS Money встроена многоэкранная диалоговая система с поддержкой электронно-цифровой подписи. Торговая система интегрируется с внутрибанковскими казначейскими системами и позволяет подключаться по любым каналам связи, в том числе через Интернет.

Помимо этого, сделки в системе RTS Money могут заключаться и через терминал REUTERS DEALING.

Проведение расчетов через НКО "Расчетная палата РТС" обеспечивается системой риск-менеджмента, включающей как общепризнанные, так и новаторские механизмы, в частности, использование электронно-цифровой подписи, ограничение совокупных обязательств каждого участника перед НКО "Расчетная палата РТС", постоянный мониторинг финансового состояния участников, отслеживание предельного отклонения курса сделок от опорного курса. При проведении расчетов по заключенным сделкам соблюдается принцип "платеж против платежа".

Список инструментов Валютного рынка RTS Money

Доллар СШ А за российские рубли

Табл. 1

Наименование инструмента	Код инструмента
Продажа/покупка долларов США за российские рубли с датой валютирования "сегодня"	USD/RUB_TOD
Продажа/покупка долларов США за российские рубли с датой валютирования "завтра"	USD/RUB_TOM
Продажа/покупка долларов США за российские рубли с датой валютирования "послезавтра"	USD/RUB_SPT

Евро за доллары США

Табл. 2

Наименование инструмента	Код инструмента
Продажа/покупка евро за доллары США с датой валютирования "сегодня"	EUR/USD_TOD
Продажа/покупка евро за доллары США с датой валютирования "завтра"	EUR/USD_TOM
Продажа/покупка евро за доллары США с датой валютирования "послезавтра"	EUR/USD_SPT

Источник: Интернет-сайт биржи РТС http://www.rts.ru

Приложение 7

Приблизительные часы активности региональных рынков (время московское)

Табл. 1

Региональный рынок	Время
Япония	03:00-09:30 МСК
Континентальная Европа	09:30-16:00 МСК
Великобритания	10:30-18:30 МСК
США	16:30-00:30 МСК

Приложение 8

Этапы развития электронных брокерских систем (ЭБС)

Первая такая сеть «Инстинет» (INSTINET) была создана в США еще в 1969 г. для инвестиционных банков – клиентов агенства «Рейтерс», и которая стала развиваться как самостоятельная организация вне рамок традиционных площадок (Нью-Йоркской фондовой биржи, например)[1]. Но расцвет альтернативных торговых систем с прямым доступом продавцов и покупателей на финансовый рынок (прежде всего рынок ценных бумаг) начался в 90-е годы в США[2], когда стал развиваться прямой вывод приказов на рынок и так называемый «внутридневный трейдинг». Это и привело к привлечению к финансовому рынку в целом не только институциональных инвесторов, но и множество индивидуальных инвесторов.

В мире есть системы, объединяющие только крупнейшие банки, например, ELECTRONIC BROKER SYSTEM (EBS), REUTERS DEALING2000/2 (D2)[3]. Если банк в рамках этих систем выставляет свою цену, то это означает его безусловное обязательство сделать по ней сделку[4]. Эти системы появились много раньше, нежели электронные брокерские услуги, доступные широкому кругу участников валютного рынка. Первой из двух вышеназванных систем появилась Reuters Dealing. Reuters запустил первую анонимную электронную брокерскую систему для дилеров на спотовом валютном рынке Forex Reuters Dealing 2000-2 Spot в 1992 году. Это система котировки валют в реальном времени по широкому спектру пар валют. В 2001 г. ММВБ и компания «Рейтер» предоставили участникам возможность использования программно-аппаратного шлюза

---

[1] Мировой фондовый рынок. С. 188-189.
[2] В 1997 г. Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США (SEC) разрешила прямой вывод приказов на рынок путем внесения в «электронную книгу».
[3] Ларина Н. Электронные брокерские системы на валютном рынке // Валютный спекулянт. 2002, № 11.
[4] Интернет-сайт ДЦ «Альпари» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.alpari-idc.ru/ru/articles/c_forex.html

«Reuters Dealing Tradelink for MICEX» (RDT), позволяющего автоматизировать доступ из системы Reuters Dealing в СЭЛТ ММВБ.

Еще одной распространенной электронной брокерской системой на межбанковском внебиржевом валютном рынке является автоматизированная брокерская система для валютного дилинга Electronic Broking Service (EBS). Она разработана консорциумом крупных банков-участников торгов валютой вместе с компанией Quotron, специалистом в области информатики, и запущена в 1993 году. Сегодня EBS объединяет 13 крупных мировых банков - маркет-мейкеров: ABN AMRO Bank, Bank of America, Barclays Capital, Citibank, Commerzbank, Credit Suisse First Boston, HSBC Bank PLC, J.P. Morgan Chase and Co.Lehman Brothers, Royal Bank of Scotland, S-E Banken, UBS AG - и японскую корпорацию Minex.

Западные внебиржевые электронные торговые системы -Reuters Dealing 2000 и Electronic Broking Service - широко распространены и в России. Отражением мировых тенденций является введенная ММВБ система СПРЭДО - автоматизированная электронная система предоставления услуг по покупке/продаже иностранной валюты. Ее прототипами также можно считать дилинговые системы Electronic Broking Service и Reuters Dealing-2000. Однако в отличие от этих систем СПРЭДО имеет большее отношение к биржевому рынку, нежели к внебиржевому, поскольку тесно связана с самой биржей, доступна только членам Секции валютного рынка ММВБ и интегрирована с СЭЛТ (Системой электронных лотовых торгов М МВБ).

Приложение 9

Электронный организатор торгов на валютном рынке - FXall

Эта биржа имеет несколько офисов — в Нью-Йорке, Лондоне, Токио — и представительство в Гонконге[1].

Для того чтобы участвовать в торгах на FXall, организации должны заключить соответствующее соглашение с членами биржи — ее маркет-мейкерами. На бирже постоянно присутствует около 50 маркет-мейкеров — крупнейших мировых банков, обеспечивающих ликвидность рынка[2]. Среди них Bank of Tokyo, Mitsubishi, Dresdner Kleinwort Benson, Royal Bank of Canada, Royal Bank of Scotland.

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.

---

[1] Захаров. А. Указ. соч. С. 36-38.
[2] Покупать, если нет желающих купить, и продавать, если нет желающих продать.

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 система 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. В силу всех вышеперечисленных характеристик именно биржевые сделки считаются наиболее организованными с точки зрения правил и защиты этих правил.

Приложение 10

«Стакан заявок»

Рисунок 1

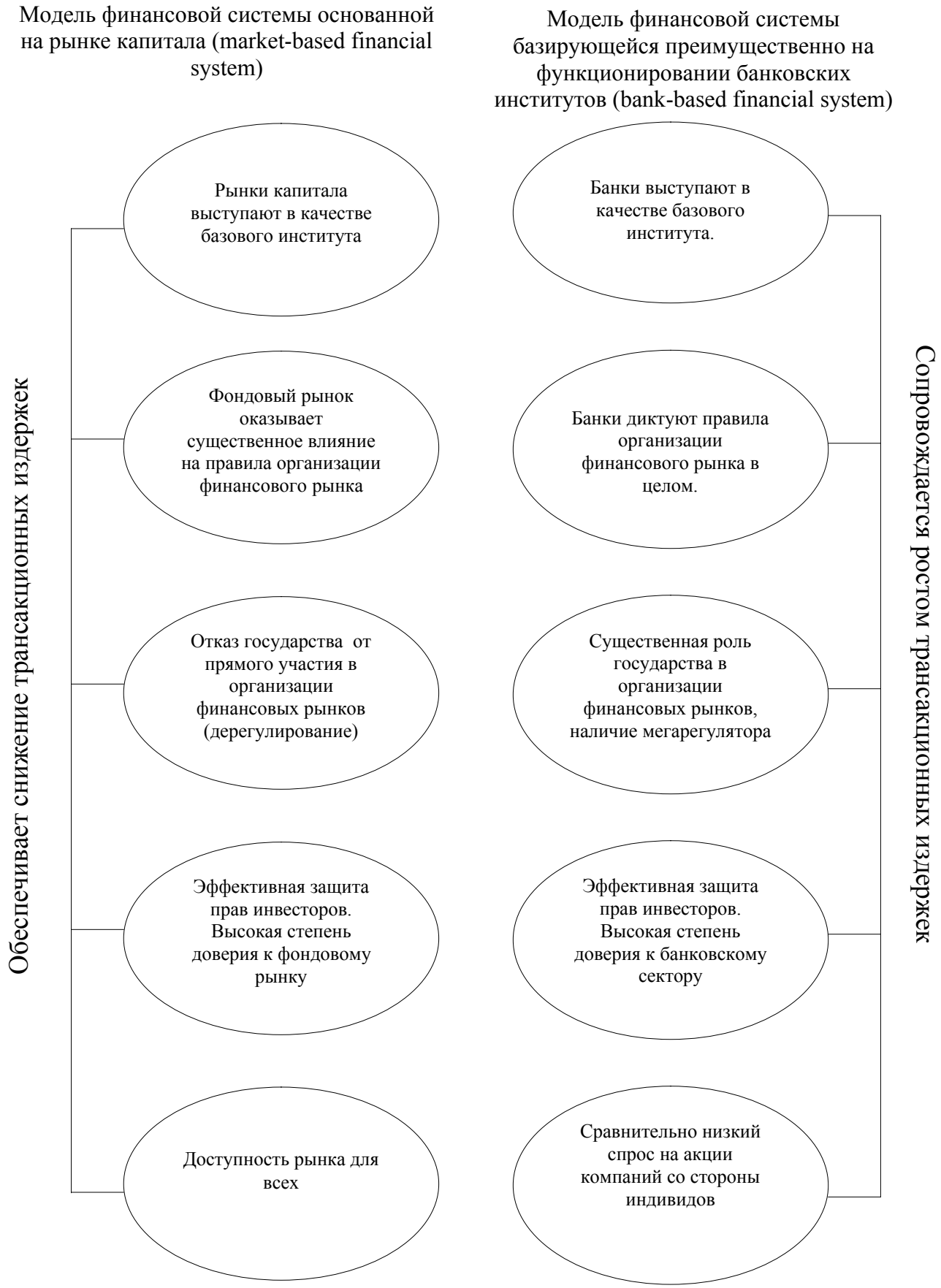
EURUSD0605 Фьючерс на ку...

Код	К-во	Цена	Цена	К-во	Код
	300	1.3378	1.3376	100	000
	15	1.3379	1.3375	95	
	225	1.3380	1.3374	2000	
	13	1.3381	1.3373	150	
	25	1.3382	1.3372	100	
	590	1.3383	1.3371	25	
	2005	1.3385	1.3370	61	
	18	1.3389	1.3368	29	
	65	1.3395	1.3365	750	
	31	1.3396	1.3364	320	
	825	1.3400	1.3362	450	
	53	1.3404	1.3360	352	
	152	1.3405	1.3355	200	
	26	1.3415	1.3351	225	
	300	1.3418	1.3350	1025	
	250	1.3420	1.3346	18	
	59	1.3425	1.3344	250	
	860	1.3430	1.3342	180	

Изменить Удалить Добавить

Источник: http://www.spbex.ru/tfb/FutCurrency/FutCurProject.stm

Приложение 11



Приложение 12

Некоторые из требований CFTC

- Все фирмы и частные лица, занимающиеся бизнесом на любой фьючерсной бирже США, обязаны быть зарегистрированы в CFTC. Регистрация проводится через Национальную Фьючерсную Ассоциацию.

- Только компании, являющиеся Фьючерсными Комиссионными Коммерсантами (FCM), имеют право заключать договор брокерского обслуживания с клиентами и аккумулировать их финансовые средства. FCM должны гарантировать все сделки своих клиентов[1].

- Финансовые средства клиентов должны быть размещены в сегрегированных счетах, отдельных и независимых от средств FCM.

- Компании FCM обязаны иметь и поддерживать минимальный чистый капитал своих собственных средств в размере, равном 4% от всех клиентских счетов, размещенных на сегрегированных счетах. При расчёте этого капитала в активы не включается дебиторская задолженность, что существенно повышает ценность показателя чистого капитала. Если чистый капитал приближается к 6% сегрегированных средств, то FCM становится предметом разбирательства и каждодневного надзора.

- В согласии с клиринговыми требованиями, клиентские счета должны пересчитываться в конце каждого торгового дня для коррекции текущего баланса. Также существуют другие правила по ежедневной отчетности, предназначенные для нормального рыночного обращения и предупреждения манипуляций, злоупотребления и мошенничества.

- Инвесторы должны быть немедленно информированы, в письменной форме (электронной или обычной почтой), о любой новой активности на их

[1] В биржевой торговле контрагентом каждого покупателя или продавца фьючерсного контракта является клиринговая палата, состоящая из брокерских компаний, являющихся Фьючерсными Комиссионными Коммерсантами (FCM). Как представитель клиринговой палаты в текущей торговле, FCM оплачивает все сделки своих клиентов.

счётах. Если никакой активности не происходит, клиенты должны получать отчеты ежемесячно[1].

- Зарегистрированные лица обязаны оглашать существование рыночного риска и предоставлять перспективным клиентам необходимую информацию о результатах прошлой деятельности.

- Все зарегистрированные лица должны проходить периодические лицензионные экзамены и обучение нормам этики.

- Все зарегистрированные компании должны применять этичные методы предложения услуг и осуществлять внутренний контроль над сотрудниками.

[1] Большинство Фьючерсных Комиссионных Коммерсантов (FCM) предоставляют своим клиентам возможность доступа к их счетам онлайн, в любое время.

Приложение 13

Примеры предпринимаемых действий саморегулируемыми организациями в ответ на недобросовестные действия

Решения Национальной фьючерсной ассоциации (NFA) по защите инвесторов от мошенничества:

1) 9 июля 2007 года Национальная фьючерсная ассоциация NFA сообщила, что приняла срочные принудительные меры в отношении флоридской компании Forward Forex, Inc. (Forward Forex). Компания, чья штаб-квартира находится в Голливуде, Южная Флорида, зарегистрирована в NFA в качестве комиссионного торговца фьючерсами и форекс-дилера. В соответствии с Положением об ответственности членов Ассоциации компании запрещено привлекать клиентские счета и фонды, включая средства по сделкам на валютном рынке. Кроме того, компании запрещено участвовать в сделках на валютных рынках в качестве стороны, а также распространять рекламные материалы и поддерживать веб-сайт. Такие жесткие меры, которые вступают в силу немедленно, являются следствием того, что NFA хочет защитить клиентов компании, поскольку ее владельцы оказались неспособны или не пожелали ответить на ряд вопросов аудиторов NFA, в частности они отказались отвечать на вопросы, связанные с жалобами клиентов и финансовыми сделками. Во время аудиторской проверки, проведенной по инициативе NFA, аудиторы неоднократно просили содействия у владельца и исполнительного директора Ассоциации Онелио Муриаса, однако в связи с отсутствием содействия, им не удалось завершить аудиторскую проверку.

Санкции останутся в силе, пока компания Forward Forex не выполнит все требования Ассоциации. У представителей компании остается шанс обжаловать решение в комитете по разрешению споров NFA.

2) 19 июня 2007 года NFA заявила об исключении из числа членов компанию Trend Commodities Limited за мошенничество и в связи с невыполнением минимальных требований к капиталу.

3) 14 июня 2007 года NFA объявила об исключении из числа членов Ассоциации компании SpotFX. Ее обвинили в мошенничестве, а также в невыполнении минимальных требований к капиталу.

4) 7 июня 2007 года NFA исключила форекс-дилера FX Option1, который был обвинен в мошенничестве и неадекватной защите клиентских депозитов.

5) 29 мая 2007 года NFA потребовала выплаты штрафа со стороны компании Interactive Brokers LLC. Interactive Brokers LLC зарегистрирована в Гринвиче, штат Коннектикут. Компания зарегистрирована в NFA в качестве комиссионного торговца фьючерсами. Компания должна уплатить 125.000 долларов в качестве штрафа и 325.000 долларов в фонд NFA по возмещению убытков. NFA управляет фондом по возмещению убытков в пользу частных лиц, которые давали деньги в доверительное управление некоему Кевину Стилу, не являющемуся членом NFA. В будущем представители NFA намерены выйти на инвесторов, доверявших деньги Стилу, с целью определить дальнейшую судьбу фонда.

6) 26 апреля 2006 года NFA наложила штраф на компанию Forex International Investments, Inc. (FINI) и ее руководителей Имрана Фироза и Алекса Дектиара. FINI зарегистрирована в Ассоциации в качестве Комиссионного торговца фьючерсами и форекс-дилера. Штаб-квартира компании расположена в Ирвине, Калифорния. Сайт компании: www.finifx.com. Решение основано на претензии выдвинутой в октябре 2006 года, а также по итогам рассмотрения ответа компании и ее руководителей.

В результате расследования было установлено, что компания и ее руководители не обеспечивали клиентов своевременной информацией о сделках и состоянии счетов, а также не выполняли ряд положений Программы по борьбе с отмыванием денег. Кроме того, компания распространяла рекламные материа-

лы, не соответствующие стандартам деловой чести. В частности, рекламировала большое плечо, без указания на риски торговли по нему.

Своим решением NFA обязала компанию поддерживать минимальные требования к капиталу в сумме 2 миллиона долларов, а также согласовывать все рекламные материалы с NFA. Руководители компании обязались выполнить требования Ассоциации.

7) 4 апреля 2007 года NFA обвинила компанию Interbank FX и ее руководителя Тодда Бенджамина Крослана в нарушении правил Ассоциации. Компания обвиняется в выпуске вводящих заблуждение клиентов рекламных материалов, а также в неспособности поддержать высокие стандарты деловой репутации и принципов торговли.

В опубликованном на сайте Ассоциации заявлении отмечается, что компания Interbank FX является зарегистрированным в NFA комиссионным торговцем фьючерсами, тогда как Кросланд является официально зарегистрированным руководителем и ассоциированным лицом компании. Компания является членом NFA с декабря 2004 года и осуществляет свою деятельность по торговле внебиржевыми валютными опционами как форекс-дилер, член NFA. По состоянию на конец 2006 года в компании было зарегистрировано 4.800 депозитов, на которых размещалось более 25 миллионов американских долларов.

Специалисты NFA проанализировали рекламные материалы компании, в частности, информацию, размещенную на ее сайте www.interbankfx.com и в рекламных брошюрах. В ней был найден ряд нарушений правил Ассоциации. Так, компания утверждает, что размещенные на ее счетах фонды защищены в соответствии с законодательством о банкротстве, и что каждый клиент имеет свой собственный персональный счет, с которым осуществляются операции, что не соответствует действительности. Также утверждается, что компания не берет комиссии, однако клиентам не сообщается, каким образом компания получают свое вознаграждение. В рекламных материалах содержится информация о маржинальной торговле (компания позволяет использовать маржу до 1:200), однако не сообщается о рисках использования большого плеча. Компания также об-

манывает клиентов, заявляя, что их фонды напрямую выводятся на «межбанковский рынок форекс».

Распространение данной информации со стороны компании нарушает обязательства компании перед Ассоциацией придерживаться высоких стандартов ведения бизнеса.

В соответствии с Уставом NFA компания имеет право в течение 30 календарных дней ответить на выдвинутые в отношении нее и ее сотрудников обвинения. Если компания не предоставит ответа, или ее ответ не удовлетворит ассоциацию, то она может подвергнуться следующим санкциям: исключение из NFA или приостановление членства на определенный период, денежные штрафы или другим санкциям, предусмотренным Уставом.

По материалам Интернет-сайтов NFA и КРОУФР.

Приложение 14

Анализ результативности торговли клиентов Группы Компаний Форекс Клуб на FOREX за 2006 и 2007 года.

Табл. 1

	2006 г.	1 квартал 2007г.	апрель 2007г.	май 2007 г.
С минусом закончили отчётный период, %*	83,13	76,44	68,38	65,5
С плюсом закончили отчётный период, %*	16,87	23,56	31,62	34,5
Максимальный убыток за отчётный период, $**	428 000	104 000	102 068	64 900
Максимальная прибыль за отчётный период, $**	161 000	278 000	27 155	68 700

источник: http://www.fxclub.ru

* Данные приводятся по всем счетам компании
** Данные приводятся по одному счёту

Приложение 15

Лицензия Биржевого посредника, совершающего товарные фьючерсные и опционные сделки в биржевой торговле.

Рис. 1

Серия 04 № 000901

ФЕДЕРАЛЬНАЯ СЛУЖБА ПО ФИНАНСОВЫМ РЫНКАМ

Номер лицензии 833 от 08 июня 2006

ЛИЦЕНЗИЯ

Биржевого посредника,
совершающего товарные фьючерсные и опционные сделки
в биржевой торговле

Лицензия выдана Общество с ограниченной ответственностью
«Компания «Форекс Клуб»

РФ, 125124, г. Москва, ул. Правды, д. 5

Срок действия лицензии до 08 июня 2009 года

Условия осуществления лицензируемого вида деятельности соблюдение требований законодательства Российской Федерации о товарных биржах и биржевой торговле и нормативных актов Правительства РФ, нормативных актов федеральных органов исполнительной власти.

Руководитель Федеральной службы
по финансовым рынкам

О.В. Вьюгин