

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего профессионального образования  
«УЛЬЯНОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Е. М. ДЕЕВА, Д. А. КУРУШИН

# **БИРЖЕВОЕ ДЕЛО**

**Учебное пособие**

Ульяновск  
УлГТУ  
2015

УДК 336.76 (075)

ББК 65.421я73

Д 26

**Рецензенты:** канд. пед. наук, доцент кафедры управления и экономики на воздушном транспорте ФГБОУ ВПО УВАУ ГА И.В. Захарова, канд. эконом. наук., доцент кафедры экономики и финансового права Ульяновского филиала РАНХ и ГС Е.В. Пирогова.

Утверждено редакционно-издательским советом университета  
в качестве учебного пособия

*Деева, Е. М.*

Д 26

Биржевое дело : учебное пособие / Е. М. Деева, Д. А. Курушин. –  
Ульяновск : УлГТУ, 2015. – 150 с.

ISBN 978-5-9795-1480-2

Пособие освещает вопросы, связанные с организацией биржевого дела. Большое внимание уделено следующему : история и роль биржи в экономике, участники биржевых торгов, правовые вопросы организации биржевого дела.

Для студентов, обучающихся по направлению 38.04.06, 38.03.06 – Торговое дело, по направлению 27.03.03 – Системный анализ и управление, аспирантов, специалистов, профессорско-преподавательского состава и желающих углубить свои знания в области методологии и практики биржевого дела.

Работа подготовлена на кафедре «Экономика и менеджмент».

**УДК 336.76 (075)**

**ББК 65.421я73**

ISBN 978-5-9795-1480-2

© Деева Е. М., Курушин Д. А., 2015

© Оформление. УлГТУ, 2015

## ОГЛАВЛЕНИЕ

|  |     |
|--|-----|
| <b>Введение</b> .....  | 4   |
| <b>Глава 1. Товарные биржи: история и роль в современной экономике</b> .....                       | 7   |
| 1.1. Эволюция форм оптовой торговли и появление товарных бирж .....                                | 7   |
| 1.2. Роль биржевой торговли в современной мировой экономике .....                                  | 20  |
| 1.3. Биржевые операции с реальным товаром.....   | 36  |
| <b>Глава 2. Участники фьючерсных операций</b> .....  | 39  |
| 2.1. Хеджеры .....   | 40  |
| 2.2. Торговцы .....  | 42  |
| 2.3. Спекулянты .....  | 46  |
| <b>Глава 3. Биржа и ее организации</b> .....   | 51  |
| 3.1. Функции фьючерсных бирж .....   | 51  |
| 3.2. Обеспечение механизма функционирования фьючерсных бирж .....                                  | 52  |
| 3.3. Процедура торговли .....  | 56  |
| 3.4. Организационная структура и управление биржей .....   | 62  |
| 3.5. Членство на бирже .....   | 68  |
| <b>Глава 4. Маржа и механизм клиринга</b> .....  | 72  |
| 4.1. Понятие маржи во фьючерсной торговле.....   | 72  |
| 4.2. Первоначальная маржа .....  | 75  |
| 4.3. Вариационная маржа.....   | 80  |
| 4.4. Проблемные ситуации с маржой .....  | 83  |
| 4.5. Средства клиентов.....  | 85  |
| 4.6. Процедура клиринга.....   | 85  |
| <b>Глава 5. Правовое регулирование деятельности бирж</b> .....                                     | 99  |
| 5.1. Общая характеристика правового регулирования фьючерсной<br>торговли в различных странах ..... | 99  |
| 5.2. Регулирование фьючерсной торговли в США .....   | 99  |
| <b>Глава 6. Развитие системы электронной биржевой торговли</b> .....                               | 113 |
| 6.1. Обзор современных электронных биржевых систем .....   | 114 |
| 6.2. Схема функционирования и особенности системы электронной<br>биржевой торговли .....           | 117 |
| 6.3. Преимущество и недостатки электронной биржевой торговли .....                                 | 124 |
| <b>Глава 7. Организация брокерской деятельности</b> .....  | 128 |
| 7.1. Функции брокерских фирм .....   | 128 |
| 7.2. Экономика брокерской деятельности .....   | 130 |
| 7.3. Организационная структура ФКМ .....   | 131 |
| 7.4. Открытие счета клиенту .....  | 132 |
| 7.5. Перевод счетов .....  | 135 |
| 7.6. Обслуживание счетов клиента .....   | 136 |
| 7.7. Отчетность об исполнении приказов .....   | 144 |
| <b>Перечень вопросов по всему курсу</b> .....  | 146 |
| <b>Заключение</b> .....  | 148 |
| <b>Список литературы</b> .....   | 150 |

## ВВЕДЕНИЕ

За годы Советской власти многие институты и механизмы рыночной экономики ушли из жизни России, и только теперь, в период политической нестабильности и экономической разрухи, свойственных всякой болезни роста общества, они возвращаются в сознание людей. Среди этих учреждений к нам возвращается и биржа. Не видели мы работу биржи с двадцатых годов, когда после НЭПа все биржи закрыли. С тех пор биржа изменилась, но не намного. Все функции, которые она выполняла тогда, она выполняет и сейчас с завидным постоянством.

Традиционно биржа упоминается «как высокоразвитый рынок, на котором покупатели и продавцы ... акций, облигаций и сельскохозяйственной продукции со всего мира устанавливают контакт друг с другом». Биржа есть чисто конкурентный рынок, т. е. такой механизм, на котором можно наблюдать действие рынка и его законов. Система цен или рыночная система наиболее выпукло проявляет себя именно на бирже.

Биржа в классическом понимании это:

1) место, где регулярно в одно и то же время проводят торги по определенным товарам;

2) объединение торговцев и биржевых посредников, которые сообща оплачивают расходы по организации торгов, устанавливают правила торговли, определяют санкции за их нарушение; абсолютное большинство бирж – это не прибыльные организации, члены биржи получают выгоду не от ее функционирования, а от своего участия в торгах.

Развитие бирж шло вместе с развитием национальных экономик европейских государств. В числе своих предков биржа может отыскать торговые площади, уличные рынки, городские торговые ряды, базары (мы к этому сейчас возвратились), множество ярмарок, которыми, кстати сказать, так богата была Россия. По мере развития экономических отношений появилась необходимость упорядочить, организовать на постоянно действующей основе рыночные механизмы, заключенные в добиржевых формах экономических отношений.

## **Цели и задачи изучения дисциплины**

Целью курса «Биржевое дело», входящего в цикл общепрофессиональных дисциплин, является овладение студентами техникой биржевых операций по разным сделкам и видам товаров, что позволяет выпускнику с наименьшим риском осуществлять коммерческую деятельность.

### **Задачи курса**

Задачами курса «Биржевое дело» являются:

- ознакомление с биржевыми операциями;
- ознакомление с существующими способами котировки цен на биржевые товары;
- изучение порядка ведения биржевых торгов;
- ознакомление с функциями и задачами посредников на биржах;
- освоение технологии формирования цепочки движения заказа от покупателя к продавцу на бирже.

### **Краткая характеристика дисциплины, ее место в учебном процессе**

Курс «Биржевое дело» является федеральным компонентом цикла общепрофессиональных дисциплин при подготовке бакалавров по направлению 38.03.06 – Торговое дело, профиль – Коммерция. Изучением бирж как основного элемента рынка, их роли в рыночной экономике, технологии ведения торгов и других вопросов занимается дисциплина «Биржевое дело». Она тесно связана с такими дисциплинами, как «Основы коммерческой деятельности», «Маркетинг», «Товароведение и экспертиза товаров» и др.

### **Связь с предшествующими дисциплинами**

Для освоения дисциплины требуются знания:

- общенаучных (высшей математики, информатики);
- экономических (экономической теории, статистики, маркетинга);
- специальных (экономики предприятия, производственного менеджмента и маркетинга, информационных технологий, коммерческой деятельности, управленческих решений) дисциплин.

## **Связь с последующими дисциплинами**

Данный курс обеспечивает успешное усвоение общих профессиональных и специальных дисциплин учебного плана направления 38.03.06 – Торговое дело, профиль – Коммерция. Особое значение имеют разделы курса, посвященные изучению организации коммерческой деятельности, организации и технологии предприятий, менеджмента качества процессов, технологического менеджмента в системе подготовки специалистов в области высоких технологий.

## **Требования к уровню освоения дисциплины**

### **Цели освоения дисциплины**

Дисциплина «Биржевое дело» предназначена для студентов 3-го курса, обучающихся по направлению 38.03.06 – Торговое дело, профиль – Коммерция. В результате изучения курса студент

должен знать:

- виды и функции бирж;
- виды биржевых сделок;
- органы управления и структуру бирж;
- порядок заключения сделок на бирже;
- порядок регулирования и регламентации деятельности бирж;
- порядок и способы страхования от неблагоприятных изменений цен;

должен уметь:

- ориентироваться в заключении договоров купли-продажи;
- использовать возможность страхования от неблагоприятных изменений цен и курсов валют;

иметь навыки:

- анализировать результаты сделки и определять ее эффективность;
- избегать риски, с которыми сопряжены биржевые сделки.

# ГЛАВА 1. ТОВАРНЫЕ БИРЖИ: ИСТОРИЯ И РОЛЬ В СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИКЕ

## 1.1. Эволюция форм оптовой торговли и появление товарных бирж

Исторически первоначальной формой оптовой торговли можно считать караванную торговлю. Ее отличительными чертами являлись эпизодичность, нерегулярность проведения, отсутствие определенного места торговли и правил осуществления. На смену ей пришла ярмарочная торговля. В средние века стали возникать как небольшие, так и довольно крупные ярмарки, время и место проведения которых было точно обозначено и о проведении которых участники предварительно оповещались. Значение слова «ярмарка», в переводе с немецкого – «ежегодный рынок», свидетельствует о регулярности и организованности этой формы торговли.

Биржа возникла в XIII-XV веках в Северной Италии, но широкое применение в деловом мире получила в XVI веке в Антверпене, Лионе и Тулузе, затем в Лондоне и Гамбурге. С XVII века биржи уже действовали во многих торговых городах европейских государств. Под биржами подразумевались здания, где собираются деловые люди и причастные к торговле лица для ведения переговоров и заключения оптовых торговых сделок в соответствии с установленными правилами. Первые биржи были лишь товарные, значение которых состояло в том, что они заменили куплю-продажу наличным товаром из рук в руки на покупку по образцам через биржевых посредников. Современные товарные биржи являются результатом длительной эволюции различных форм оптовой торговли и одновременно одним из видов организованного товарного рынка.

На ярмарках в Европе в XII-XIII вв. проводились сделки с наличным товаром как с немедленной оплатой, так и с отсрочкой платежа. На некоторых ярмарках были разработаны стандартные требования к качеству различной продукции, а затем и введена практика торговли по образцам, а не только конкретными наличными партиями.

Ярмарочная торговля того времени велась по строгим разработанным внутренним правилам. Например, английские кодексы поведения купцов регулировали порядок взаимоотношений между контрагентами сделок, устанавливали стандартные формы для товарных контрактов, векселей, складских квитанций и других документов.

Нарушивший кодекс и неисполнивший своих обязанностей купец мог быть исключен из торгового сообщества [1].

На ярмарках существовал свой способ решения спорных вопросов и конфликтных ситуаций – ярмарочный суд. В то время его называли «суд людей с пыльными ступнями», так как его участники – купцы – долгие дни и месяцы находились в дороге. Ярмарочный суд был прообразом современного арбитража.

И все же на определенном этапе ярмарочный способ организации торговли перестал устраивать его участников. К XVI веку бурное развитие торговли в связи с открытием Америки и укреплением капитализма в Европе привело к появлению постоянных, а не периодических мест торговли, возникли специализированные торговые центры, в своем роде оптовые магазины, иными словами – появились биржи.

Сам термин «биржа» имеет несколько версий своего происхождения. Этимологически термин «биржа» происходит от греческого слова *byrza* (сумка, кошелек), немецкого *bourse* и голландского *burse*. Одна из версий приписывает появление этого термина конкретной личности. Согласно ей в бельгийском городе Брюгге, который находился на пересечении многих европейских торговых путей и поэтому именовался «маклером христианских народов», была особая площадь, на которой собиралось для торгов купечество. Площадь носила название «де бурсе» (*de burse*) по имени крупной маклерской конторы господина Ван де Бурсе, владевшего здесь большим домом. На доме висел герб фирмы с изображением трех кожаных кошельков (мешков), которые на местном наречии именовались «*the buerse*». Владелец конторы предоставил свой дом для сбора купцов и, возможно, дал название этой форме торговли.

Вообще характерно, что первые биржи часто располагались в гостиницах или чайных, а затем постепенно перебазировались на постоянное место в специальное здание. Рассматривая развитие оптовой торговли, можно заметить не просто смену мест организации торговли и правил их проведения, а существенные изменения в самом способе ведения торгового процесса. Любая самая простая торговая операция представляет собой соединение спроса и предложения на определенный товар, но то, каким методом осуществляется это соединение, говорит о степени развитости рыночных отношений [2].

Вернемся снова к караванной торговле. Здесь мы можем наблюдать простейшую форму рынка – базар. При этом торговый процесс организован самым элементарным образом: сидящие продавцы



ждут покупателей. При таком способе спрос (покупатель) ищет предложение, а если вспомнить об эпизодичности и неорганизованности караванной торговли, то этот поиск может идти довольно долго.

Ярмарочный тип торговли отличается наличием торговых рядов, часто специализированных на определенных товарах. Здесь предложение призвано улавливать спрос, а специализация продавцов – способствовать ускорению поиска. Но при этом стороны имеют определенные роли, которые не изменяются. Как только объемы операций многократно возрастают, ярмарка начинает перерастать в биржу.

Биржу отличает моментальность встречи спроса и предложения, сменяемость ролей и резкое ускорение процесса заключения сделки.

Как было указано выше, биржа является также одним из видов организованного рынка. Организованным товарным рынком называется место, где собираются покупатели и продавцы для осуществления торговых операций по определенным, установленным правилам. Всем видам таких рынков присущ ряд общих черт:

- строго определенные правила проведения торгов,
- открытость в осуществлении торговых операций,
- наличие оборудованных торговых площадей, складских и офисных помещений,
- система связи и информации.

Элементы организованного рынка можно было наблюдать еще в древности. Так, в Древнем Риме в определенное время проводились собрания торговцев, которые назывались «коллегия меркаторум». Эти собрания проходили в определенных местах, так называемых продажных рынках («фора вендалия»). Продажные рынки были центрами распределения товаров, которые поступали со всех концов Римской империи. Преобладающее значение на них имели бартерные операции, но заключались и сделки с денежной оплатой. Иногда на них заключались и договоры с отсроченным во времени окончательным расчетом. Эту практику можно сейчас наблюдать и на современных биржах [1].

Итак, биржа возникла в Европе в период первоначального накопления капитала. И если не считать объединения денежно-обменяльных контор, то первыми биржами были товарные. По некоторым данным первые биржи появились в Италии (Венеция, Генуя, Флоренция), и их появление было связано с возникновением там крупных мануфактур и ростом международной торговли.

К числу первых бирж относят возникшую в 1531 г. биржу в Антверпене. Современники называли эту биржу «бесконечной ярмаркой». Биржу в Антверпене можно считать и первой международной, так как в торгах на ней участвовали купцы и товары из многих стран Европы. Эта биржа имела собственное помещение, над входом в которое была установлена надпись на латыни «для торговых людей всех народов и языков».

В 1549 г. возникают биржи в Лионе и Тулузе (Франция), а затем возникает биржа в Лондоне (1556 г.). В Японии биржа по торговле рисом появилась в 1790 г., а в США первая биржа возникла в 1848 г. в Чикаго.

В истории появления бирж большое значение имела Амстердамская товарная биржа, возникшая в 1602 г. На Амстердамской бирже впервые была проведена торговля по образцам и пробам товаров, а в дальнейшем были установлены средние качественные нормы для товаров, что позволило вести торговлю без представления самой продукции на биржу.

Амстердамская биржа было первой биржей, на которой стали проводиться операции с ценными бумагами. Торговля велась облигациями государственных займов Голландии, Англии, Португалии, акциями Голландской и Британской Ост-Индской, а позже – Вест-Индской торговой компании. Всего на этой бирже котировались ценные бумаги 44 наименований.

Примерно с 1720 г. на этой бирже начали распространяться спекулятивные сделки с ценными бумагами. И лишь потом эта игра перекинулась на товарные сделки. Амстердамскую биржу в начале XVIII века посетил Петр I.

В целом, говоря о развитии бирж в XVIII веке, можно сказать, что их создание шло довольно медленно и в основном они располагались в портах, через которые шли крупные потоки международной торговли.

Биржи первоначального периода были биржами реального товара, обслуживавшими потребности торговли. В XIX веке таких бирж стало много во всех крупных странах как Европы, так и Северной Америки и Японии.

Различный подход в разных странах к вопросу об участниках биржевого торга дал в процессе развития бирж две разновидности: открытую и закрытую биржу.

На открытой бирже торговля велась непосредственно самими участниками хозяйственных отношений, т. е. продавцами и покупателями реальных товаров, каждый из которых имел доступ на

торги. Однако по мере увеличения объема операций появилась необходимость в привлечении специализированных участников-посредников, что позволяло самим продавцам и покупателям не тратить время на осуществление операций. Часто эти посредники выделялись из числа наиболее удачно действующих участников, либо появлялись извне.

В переходный период во многих случаях существовала открытая биржа смешанного типа, на которой действовали как сами продавцы и покупатели, так и посредники. Одна из групп посредников специализировалась на операциях для клиентов, а другая вела сделки от своего имени и за свой счет.

На закрытой бирже торговля велась только специализированными участниками, всем другим лицам доступ в зал для торговли был запрещен. Появление биржи закрытого типа привело к существенным изменениям в организации биржевых операций, так как потребовалось создать систему сбора и обработки заказов на осуществление операций от клиентов. В итоге крупнейшие биржи стали создавать свои периферийные службы за пределами главного здания биржи, что приблизило торговлю к клиентам [3].

Существование бирж открытого и закрытого типа было связано не только с определенными этапами в развитии самих бирж, но и во многом определялось ролью государства в этом процессе. Так, в Англии и Америке государство никак не вмешивалось в деятельность бирж, они носили характер корпорации либо частного учреждения и являлись закрытыми организациями. В то же время в Германии государство само учреждало их и всесторонне регулировало их деятельность. Эти биржи именовались публичными и носили открытый характер.

Интересное исследование истории бирж провел русский ученый А. Филиппов, который изучал товарные биржи начала XX века. В своих работах он выделил четыре основных типа бирж в зависимости от сочетания двух факторов:

- степени вмешательства государства в сферу биржевого оборота;
- формы организации бирж как открытых или закрытых рынков.

Как отмечал А. Филиппов, биржи первого типа – это доступное для всех собрание. Такие биржи либо вообще не имели каких-то законодательных норм, регулирующих их деятельность, либо это регулирование было весьма ограниченным. Правительство брало на себя функцию только общего надзора за порядком на биржах. Любой желающий мог стать участником биржевого торга, а биржевое помещение предоставлялось либо правительством, либо какой-то компанией. Биржи такого типа существовали в Голландии, Бельгии и Франции.

Второй тип бирж – это всесторонне регламентированное государством собрание. Биржевая торговля регулируется законодательством и находится под строгим контролем администрации. Посетители и участники биржи не организованы в корпорации, сама биржа представляет собой открытое собрание, а члены биржевого комитета назначаются не биржей, а соответствующей государственной инстанцией. К такому типу относилось большинство германских бирж, за исключением бирж в ганзейских городах.

Третий тип бирж – биржа закрытого типа, но всесторонне регламентированная государством. В этом случае участники биржевой торговли объединены в корпорацию, и биржевой комитет избирается из их числа. Этот комитет строго подчиняется правительственному органу. Как и во втором случае, деятельность бирж регламентируется законом и находится под административным контролем. Во многих случаях помимо членов биржевых корпораций на торг допускаются посторонние лица, но, как правило, по особому разрешению и с ограниченными правами. Такой тип бирж встречался в Австро-Венгрии и России.

И наконец, четвертый тип биржи – это свободная корпорация или частное учреждение. В этом случае биржа создается без вмешательства государства и представляет собой частную компанию, которая отождествляется с биржей (так происходило в США и в некоторых случаях в Великобритании), либо эта компания одной из своих целей ставит содержание и заведование биржей (Великобритания). Специального биржевого законодательства в этом случае может не быть, либо оно очень ограничено. Руководство биржей осуществляет биржевой комитет, который наделен широкими полномочиями и избирается общим собранием членов биржи. Такой тип биржи является, естественно, закрытым [5].

Развитие бирж и биржевой торговли отразилось и на объектах торговли, т. е. биржевых товарах. Уже на том этапе, когда была введена торговля по образцам, к товарам, продаваемым на бирже, стали предъявляться такие требования, как массовость, однородность, делимость. Со временем добавляется и такой необходимый признак, как возможность установления фиксированного качества (стандарта). Очевидно, что указанные признаки присущи прежде всего сельскохозяйственной продукции и сырьевым товарам, которые и представляют собой основную массу товаров, обращающихся на товарной бирже.

До середины XIX века товарные биржи были биржами реального товара, главной функцией которых было служить одним из каналов крупной оптовой торговли. В своей высшей форме биржа реального товара приобрела следующие черты:

- торговля осуществляется на основе описания качества и в отсутствие самого товара;
- продаваемые партии товара стандартизованы, однородны и взаимозаменяемы;
- проводимые на бирже операции могут иметь как производственно-потребительскую, так и спекулятивную направленность;
- торговля ведется по строго определенным самой биржей правилам при активном взаимодействии как продавцов, так и покупателей.

Во второй половине XIX века стали возникать новые виды бирж – фьючерсные биржи. Такие биржи выполняли несколько другие функции. В этот период упало значение бирж реального товара с развитием прямой торговли и монополизацией производства, но зато резко увеличилось ее новое значение как центра ценообразования и страхования рисков.

В России, надо отметить, что становление биржевых учреждений напрямую связано с Петром I, ознакомившимся с деятельностью голландских бирж во время своего «стажерства» в качестве корабеля на верфях Нидерландов. Именно по инициативе царя в России возникли первые торгово-маклерские учреждения. И воля реформатора предварила тот период, когда объективная необходимость расширения товарно-денежных отношений загодя создает механизм, который будет способствовать этим процессам в Отечестве.

Первая товарная биржа была учреждена еще в 1703 году, но объективные условия не способствовали ее развитию. Через двадцать лет волевым указом 1723 года государь предписывал «приневолить» купцов к посещению этих новых коммерческих учреждений. Таким образом, в отличие от Запада инициатива создания биржи принадлежала не торговцам, а государству.

Первая российская биржа была открыта в Санкт-Петербурге в 1724 году. Создание же Московской биржи связано с декретом Екатерины II «Об утверждении плана построения Гостиного двора с биржей при нем», подписанного императрицей в 1789 году. Однако практическая деятельность Московской биржи, расположенной на Ильинке, началась лишь после войны 1812 года. В числе первых российских бирж была Одесская, основанная в 1796 году [3].

Заметное развитие биржевого движения в России произошло в 30-40-х 19-го века, когда рост фабрично-заводских и кустарных предприятий стимулировал расширение торгово-рыночных отношений. В эти годы возникли биржи в Кремчуге, Рыбинске, Нижнем Новгороде и других торговых центрах России.

Основным же периодом утверждения биржевой деятельности в России были 60-70-е годы, что непосредственно было связано с всплеском экономического подъема в стране в связи с реформами 1861 года, когда биржи возникли практически во всех крупных городах России.

Вся деятельность биржевых учреждений регламентировалась положениями Устава. В нем строго определялась процедура, условия и правила заключения сделок, права и обязанности участников.

К 1917 году в России было зарегистрировано 115 торговых и универсальных бирж и соответствующее число биржевых комитетов.

После Октябрьской революции деятельность биржевых комитетов, как и самих бирж, была прекращена: они не вписывались в теорию и практику «военного коммунизма». Однако НЭП восстановил биржи в правах. Первые товарные биржи в стране Советов возникли в конце 1921 года (Вятская, Нижегородская), четыре месяца 1922 года были периодом наиболее быстрого роста их числа.

К августу 1922 года, когда вышло постановление Совета труда и обороны о биржах, ставшее основой их существования, их число достигло 50. К 1923 году их насчитывалось 79, а к 1924 г. – 96.

Самое большое значение в биржевом обороте имела Московская товарная биржа, оборот которой достиг 39.3% всего биржевого оборота, а затем Ленинградская (9.1%), Харьковская (8.1%), на остальные 109 бирж приходилось 43.5%.

Большинство бирж, в соответствии с резолюцией IX съезда Советов, возникли как государственные, кооперативные или государственно-кооперативные. Однако в некоторых случаях в зарождении участвовала частная торговля (так, Воронежская биржа возникла как «Объединенная биржа государственных, кооперативных и общественных учреждений и организаций и частных предприятий»).

Поскольку юридическая природа советских товарных бирж вызывала споры, разъяснениями Комиссии по внутренней торговле (организована в мае 1922 года при Совете Труда и Обороны) от 18.01 и 17.02.1923 года, биржи были признаны общественными организациями.

Как организации общественные, товарные биржи пользовались относительной независимостью, устанавливая внутреннюю организацию и распорядок работы биржевых институтов – маклериата, котировальной, арбитражной комиссии и др.

Основным принципом организации товарной биржи была выборность ее органов. Комиссии сообщались данные о личном составе избранного биржевого комитета.

В целом конкретные мероприятия деятельности бирж можно разбить на следующие группы: деятельность бирж как органа защиты интересов торговли; создание центрального рынка; выявление состояния рынка и цен; содействие развитию более высоких форм торговли.

В 1930 году деятельность советской биржи прекратилась. Утверждавшаяся в стране тоталитарная командно-распределительная система не нуждалась более в механизме свободного рыночного регулирования. За плановыми основами народного хозяйства стояла принудительная система контролируемого производства и распределения, держащая в руках свободу и права человека, его материальные и духовные потребности [4].

Очередное возрождение биржи в наши дни диктуется жизненными требованиями возвратиться, наконец, к разумным методам хозяйствования, апробированным опытом истории человечества. Первой Мосгорисполкомом 19 мая 1990 г. была зарегистрирована МТБ. Сегодня в России уже около 400 бирж различной специализации, в том числе биржа труда в Москве. В нашей стране самое большое количество бирж, но обороты их коммерческой деятельности самые малые. Однако среди действующих бирж много и крупных, с относительно большим торговым оборотом, в числе которых Российская товарно-сырьевая биржа, Дальневосточная товарная биржа, Байкальская товарно-сырьевая биржа, деятельность которой охватывает Читинскую, Иркутскую области и Агинского Бурятского округа, Всероссийская биржа АПК в Рязани и другие. В числе членов этих бирж крупные промышленные предприятия и зарубежные фирмы.

Сам факт вторичного возрождения биржи после ее ликвидации в 1930 г. – достаточное основание для утверждения, что оно идет от самой жизни как безотлагательное явление насущных экономических потребностей общества. Оптовая биржевая торговля – проверенная веками прогрессивная форма коммерческого посредничества. По этому пути идут все цивилизованные народы. Нет сомнения, что, преодолев все трудности и препятствия, и Россия не только практически реализует

эту форму коммерческих отношений, но и сама включится в мировую систему биржевой торговли.

Что представляет собой современная российская биржа? Еще несколько лет назад такой вопрос был неуместен, так как бирж еще не существовало. А сегодня биржи функционируют в Москве, Санкт-Петербурге, Нижнем Новгороде, Самаре, Волгограде, Екатеринбурге, Рязани и в других городах.

Товарные биржи сегодня регистрируются в порядке, установленном законом РФ «О предприятиях и предпринимательской деятельности» для предприятий. Государственный комитет РФ по антимонопольной политике, комитет по экономике и комитет по материально-техническому обеспечению республиканских и региональных программ выдают биржам лицензии на право биржевой деятельности и осуществляет контроль за их деятельностью.

В принципе, все созданные в России товарные биржи изначально носили универсальный характер. Тем не менее к настоящему времени специализация по некоторым направлениям проводится или объявлена на следующих биржах:

МТБ – нефть, нефтепродукты, зерно;

РТСБ – металлы;

Тюменская и Сургутская ТФБ – нефть и нефтепродукты;

Росагробиржа, Всероссийская биржа АПК – сельхозпродукция.

Рассмотрим на примере МТБ цели и основные направления работы товарной биржи. Итак, МТБ была создана в мае 1990 г.

Учредителями биржи являлись Главное управление снабжения материалами и оборудованием Мосгорисполкома, Ассоциация молодых руководителей предприятий СССР, Союз строительно-монтажных кооперативов СССР, СП «Волтек», Союз центров НТТМ, малые венчурные и инновационные фирмы СССР. Членами биржи стали более 250 крупных объединений, предприятий и организаций страны. Уставный капитал биржи – 100 млн рублей. Стоимость места на бирже – 250 тыс. рублей (25 тыс. долл.). Изначально МТБ действовала как биржа закрытого типа, но из-за превышения предложения над спросом в один из дней недели торговля проводится с участием свободных покупателей.

Цели создания МТБ [2]:

- осуществление натуральных товарообменных операций для привлечения в регион необходимых товарных масс;

- установление между участниками МТБ хозяйственных связей и заключение между ними договоров на поставку продукции;



- предоставление информации, полученной в результате биржевой деятельности о реальных потребностях рынка;
- принятие согласованных решений по производству и поставкам товаров между изготовителями и потребителями;
- вовлечение в рыночный товарооборот излишних запасов продукции.

Основные направления работы МТБ:

- коммерческая торговля товарами, предназначенными к свободной продаже на основе реального спроса и предложения;
- осуществление обмена товарными массами на основе курса ценности, установленного между ними;
- участие в установлении цен на продукцию, реализуемую с помощью товарной биржи.

На МТБ изменен сам тип организации торгов. Разрешен допуск в зал свободных покупателей, которые могут заключать сделки без помощи брокеров.

МТБ увеличила свой уставный капитал, что должно привести к увеличению ответственности участников биржевой сделки и позволит решить проблему соблюдения обязательств.

РТСБ стремится перейти к западному типу функционирования биржи как бесприбыльной организации. Все доходы будут направляться на оплату текущих расходов и развитие биржевых структур. Это достаточно логичный шаг, если учесть, что те деньги, которые брокеры платят бирже как участники сделок, они позже получают как ее акционеры. Решение об отмене дивидендов к тому же позволит уменьшить отчисления от совершаемых сделок (0.2 процентов).

Растет интерес предприятий к действующим биржам. Это подтверждает и резкое увеличение цены брокерского места на биржах. Так, брокерское место на РТСБ в декабре 1990 г. стоило 150 тыс. руб., а в июне 1991 г. цена составила 4.5 млн руб. Хотя, по мнению одного из руководителей РТСБ, столь высокая цена объясняется «внешними» для биржи причинами и реальная стоимость составляет 1-1.5 млн руб. Только на июньском аукционе РТСБ получила 150 млн рублей от продажи акций и брокерских мест. Такая же тенденция роста цены брокерского места наблюдается на других биржах:

- АЛИСА – 300 тыс.руб.– 1.5 млн руб.
- Сургутская – 300 тыс.руб.– 450 тыс. руб.
- МЦФБ – 1.6 млн руб.

Рассмотрим этапы создания товарной биржи. Основным вопросом является выбор места расположения товарной биржи и видов продукции, реализуемых на них. Мировой опыт свидетельствует, что биржи, как правило, должны размещаться преимущественно в крупных центрах в максимальном приближении к наиболее концентрированным источникам материальных ресурсов.

На ПЕРВОМ этапе инициаторы этого дела должны четко определить, что они могут и желают получить на начальной стадии развития биржи и в будущем – при дальнейшем продвижении к рынку.

Например, что может получить предприятие в результате участия в биржевой торговле на стадии ее становления? Это прежде всего возможность наиболее выгодно продать, купить или обменять товар, получить информацию о состоянии спроса и предложения в стране, о платежеспособности и надежности контрагента на сделке.

На более поздней стадии развития биржевой торговли предприятия получают широкие возможности страхования себя от неблагоприятных колебаний цен на рынке, пользоваться льготным кредитованием под заключение ими биржевой сделки, получать информацию о спросе и предложении товаров практически со всего мира.

Государственные ведомства и местные органы управления, благодаря созданию товарной биржи, могут добиться повышения деловой активности и возможности упорядочивания торговой деятельности.

На ВТОРОМ этапе нужно заранее выбрать товары, на реализации которых будет специализироваться биржа.

Признаки биржевого товара:

- 1) стандартизированность;
- 2) взаимозаменяемость;
- 3) низкий уровень монополизации;
- 4) массовость производства [4].

Как правило, биржевой товар обладает такой характеристикой, как устойчивый спрос, который можно ожидать и в будущем. Что касается выбора города, где будет создаваться товарная биржа, то необходимо учитывать наличие развитых информационных сетей и складских площадей.

На ТРЕТЬЕМ этапе инициаторы создания товарной биржи выбирают ее потенциальных учредителей. Для этого используется информация, собранная инициаторами в процессе хозяйственной

деятельности, а также имеющаяся у других организаций, например, у статистического управления и т. д.

Выбор потенциальных учредителей осуществляется исходя из наличия у них возможностей вложения в создание биржи финансовых средств, привлечение на биржевые торги материальных ресурсов, широких связей с предприятиями и организациями.

На следующем, ЧЕТВЕРТОМ, этапе главное внимание следует уделить рекламе товарной биржи среди ее будущих учредителей.

На сегодняшний день более 200 организаций на планете носят гордое название «фондовая биржа». Однако лишь около десятка бирж могут похвастаться тем, что являются желанной площадкой, на которой эмитенты охотно размещают свои ценные бумаги. В сегодняшнем **Топ-6** собраны самые крупные фондовые биржи мира. Итоги торгов на этих площадках являются индикаторами состояния экономики, на их основе вычисляются такие знаменитые фондовые индексы, как Dow Jones, NASDAQ 100, SSE Composite, NYSE Composite и другие.

**6. NASDAQ.** В конце 1970-х автоматизированная система котировок, созданная американской ассоциацией торговцев ценными бумагами, превратилась в полноценную фондовую биржу. Сегодня NASDAQ является весомым конкурентом Нью-Йоркской фондовой бирже. Именно на NASDAQ торгуются бумаги таких эмитентов, как Microsoft, Intel, Apple и Google. Отличительная черта NASDAQ – это специализация на работе с компаниями IT-сектора. На сегодняшний день в листинге биржи около 4400 компаний.

**5. Гонконгская фондовая биржа.** Биржа была создана в 1891 году. Сегодня здесь представлены бумаги более 1500 эмитентов. Из числа российских компаний первой на Гонконгскую биржу вышел «Русал» в январе 2010 года. Успешный опыт IPO «Русала» привлек пристальное внимание российских бизнесменов к этой бирже. Капитализация Гонконгской фондовой биржи составляет \$23.9 миллиарда.

**4. Шанхайская фондовая биржа.** Крупнейшая торговая площадка Китая является одним из лидеров азиатского фондового рынка. Биржа была учреждена в 1990 году и является некоммерческой организацией, находящейся под управлением специальной комиссии по ценным бумагам КНР. Главный индекс, рассчитываемый по итогам торгов – SSE Composite, который отражает состояние всех компаний, представленных на бирже.

**3. Лондонская фондовая биржа.** Из 22 бирж, действующих в Великобритании, именно LSE является важным игроком на международной арене. Кстати, Лондонская фондовая биржа – это

акционерное общество, продающее на биржевых торгах собственные бумаги. На долю LSE приходится 50% общемировой международной торговли ценными бумагами. Самый влиятельный индекс, рассчитываемый по итогам торгов на бирже – FTSE 100.

**2. Токийская фондовая биржа.** Одна из старейших бирж, была основана в 1878 году. По уровню капитализации Токийская площадка – вторая в мире после NYSE. Здесь размещают свои ценные бумаги такие крупные азиатские компании, как Toyota, Mazda, Sony. Всего в листинге биржи числится около 2500 японских и иностранных компаний. Основными показателями состояния дел на Токийской бирже являются индексы NIKKEI и TOPIX.

**1. Нью-Йоркская фондовая биржа.** Из 13 американских бирж именно NYSE является крупнейшей не только в США, но и во всем мире. По показателям торгуемых на бирже акций рассчитывается индекс Доу-Джонса, а также индекс NYSE Composite. История биржи началась в 1792 году. На сегодняшний день на NYSE котируются акции более 3 тысяч компаний со всего мира. Чтобы пройти листинг на бирже, необходимо иметь годовой доход не менее \$2,7 миллиона.

## **1.2. Роль биржевой торговли в современной мировой экономике**

Роль товарных бирж в мировой экономике XX века была неоднозначна. Наряду с неуклонным падением роли товарных бирж как формы оптовой торговли резко возросло их значение как центров финансовых операций.

Изменения, происшедшие в положении товарных бирж, касались следующих аспектов их деятельности:

- круга товаров и рынков, являющихся предметами сделок,
- объема операций и числа товарных бирж,
- вида сделок,
- организации торговли и учета биржевых операций.

К биржевым товарам относят товары, полностью или частично продаваемые через биржи. Как отмечалось ранее, объектами биржевой торговли являются товары, обладающие такими свойствами, как однородность, взаимозаменяемость, возможность установления стандарта качества. Кроме того, довольно долго считалось, что биржевыми не могут быть скоропортящиеся товары, но современная

научно-техническая революция позволила ввести в биржевой оборот ряд видов скоропортящейся продукции.

Большое значение на формирование биржевого рынка того или иного товара оказывает практика ценообразования. Товары с невысокой степенью монополизации производства либо потребления имеют больше шансов надолго остаться предметом биржевой торговли. В то же время возможно и существование биржевой торговли весьма высокомонополизированными товарами, в том случае, если имеется устойчивая доля свободной торговли и немонопольные участники— продавцы либо покупатели. Примером этого является рынок нефти и нефтепродуктов.

В целом число товаров, продаваемых на товарных биржах, за нынешний век существенно сократилось. В конце XIX века биржевых товаров насчитывалось более 200 наименований. Крупными группами биржевых товаров были в прошлом черные металлы, уголь и ряд других товаров, с которыми сегодня операции более не ведутся.

К середине XX века число биржевых товаров сократилось примерно до полусотни и с тех пор по количеству оставалось примерно постоянным. В то же время число фьючерсных рынков неуклонно расширялось. Под фьючерсным рынком понимается рынок определенного качества какого-то товара, поэтому по одному товару может существовать несколько рынков.

Номенклатура биржевых товаров традиционно состояла из двух основных групп— продукция сельского хозяйства и промышленное сырье и полуфабрикаты.

В группу промышленного сырья и полуфабрикатов входят энергоносители (нефть, бензин, мазут, дизельное топливо), драгоценные металлы (золото, серебро, платина, палладий) и цветные металлы (медь, алюминий, цинк, свинец, никель, олово).

Число биржевых товаров группы сельского и лесного хозяйства неуклонно сокращается. В эту группу входят масличные (семена, шроты и масла), зерновые (пшеница, кукуруза, ячмень, рожь, овес), продукция животноводства (живой крупный рогатый скот и свиньи, мясо, окорока и др.), пищевкусковые товары (сахар, кофе, какао-бобы), товары текстильной группы (хлопок, шерсть, шелк, пряжа), натуральный каучук и пиломатериалы. Среди прочих товаров можно отметить картофель и замороженный концентрат апельсинового сока.

На структуру биржевых товаров воздействует целый ряд факторов, в том числе и такой, как научно-технический прогресс. Благодаря ему появилось множество заменителей некоторых биржевых

товаров искусственного или синтетического происхождения. Конкурентная борьба между этими товарами способствует стабилизации цен, а значит – уменьшению биржевого оборота. Это хорошо видно на примере рынка шерсти, где объемы сделок в последние десятилетия сократились многократно, а на многих ведущих биржах торговля ею вообще прекратилась.

В то же время научно-технический прогресс способствовал совершенствованию методов определения качества товаров, с использованием для этих целей новейших технических средств. В итоге возможность достижения стабильного качества позволила расширить круг биржевых товаров за счет некоторых пиломатериалов и драгоценных металлов, которые ранее были недоступны биржевой торговле по стандартным контрактам.

На современных товарных биржах появилась новая группа объектов торговли, не являющихся осязаемыми товарами и получивших общее название *финансовых инструментов*. Ведутся операции по торговле индексами цен, банковским процентом, ипотекой, валютой, контрактами на фрахтование, на государственные ценные бумаги. Эти операции стали практиковаться на товарных биржах примерно с 70-х годов.

На развитие и рост финансовых фьючерсных рынков повлияли изменения в мировой экономике в 70-е годы, когда начали колебаться зафиксированные обменные курсы между долларом США и западноевропейскими валютами. Валютные курсы плавали не только вследствие непостоянства денежных курсов, но и из-за колебаний курсов других финансовых средств, например, облигаций и казначейских билетов. Эта причина вместе с внезапно увеличившимся государственным долгом США и повлияли на относительно стабильные процентные ставки, что привело к установлению более колеблющихся, непостоянных ставок.

Чтобы отвечать требованиям времени, ведущие биржи мира, и прежде всего Чикагская торговая биржа, распространили фьючерсные контракты на финансовые средства, дав тем самым возможность финансовым институтам справиться с ценовыми рисками. Первые фьючерсные контракты на финансовые инструменты были заключены на залоговые сертификаты Правительственной национальной залоговой ассоциации (США) и на иностранную валюту в 70-е годы. Сертификаты были плодом совместных усилий Чикагской биржи и предпринимателей, ведущих деятельность в области залогового бизнеса. Для разработки контрактов потребовалось несколько лет

интенсивной работы, и торговля этими контрактами началась в октябре 1975 г. [1].

После введения первых финансовых фьючерсов торговля фьючерсами на финансовые инструменты расширялась и охватывала все больше видов различных финансовых средств, включая долгосрочные казначейские обязательства и казначейским билеты, фьючерсы на акции, на облигации муниципалитета и фьючерсы на «свопы» (покупка иностранной валюты в обмен на отечественную с последующим выкупом).

В итоге сейчас сложилась весьма разнообразная товарная гамма биржевых операций, которая находится в постоянном развитии. Так, по оценкам, примерно 70% числа контрактов, по которым ведутся операции на биржах США, были утверждены в течение последних 10-15 лет.

Товарные фьючерсные контракты играли ведущую роль на биржах до конца 70-х годов. Постепенно их доля снизилась, в то время как доля финансовых фьючерсов резко возросла. В настоящее время на них приходится 3/5 общего числа сделок на фьючерсных биржах.

Среди товарных фьючерсных и опционных контрактов сейчас значительное место занимают топливные товары, драгоценные и цветные металлы. Объем торговли фьючерсами на сельскохозяйственные товары, особенно такие, как кофе, какао, хлопок, сахар, значительно меньше. В 1991-1992 гг. в торговле этими контрактами произошел резкий спад. В целом объемы торговли фьючерсными контрактами на сельскохозяйственные товары сильно колеблются в различные годы.

Международная биржевая торговля имеет ярко выраженную географическую концентрацию. Ведущими центрами были и остаются США, Великобритания и Япония. Роль американских бирж стремительно возросла во время и после Второй мировой войны, когда везде, кроме США, биржи были закрыты. В этот период на них приходилось до 90% операций. Преобладание США во фьючерсной и опционной торговле сохранялось до середины 80-годов, однако в последующие годы европейские и азиатские фьючерсные рынки стали сильными конкурентами традиционным рынкам США. За период 1985-1990 гг. доля фьючерсной торговли за пределами США увеличилась с 12,8% до 46,8%. Объемы фьючерсной торговли в Азии удвоились, а в Европе – практически утроились.

Неамериканские участники стали играть все более заметную роль и на фьючерсных рынках США. Так, по данным Комиссии по товарной

фьючерсной торговле (США) свыше 2100 крупных операторов из 96 стран участвовали на американских фьючерсных и опционных рынках. На некоторых рынках иностранное участие составляло более 30%.

Специализацией американских товарных бирж традиционно была сельскохозяйственная продукция, Великобритании – драгоценные и цветные металлы и энергоносители, японских – аграрная продукция, хотя сейчас эта специализация во всех трех центрах носит не столь ярко выраженный характер.

Важнейшие международные товарные биржи находятся в развитых странах, хотя в развивающихся странах также есть товарные фьючерсные биржи. В Сингапуре на Международной валютной бирже идет торговля контрактами на топливо и золото, на бирже Ассоциации каучука Сингапурской товарной биржи – фьючерсами на каучук. В торговле нетопливными сырьевыми товарами большое значение в мире имеет Куала-Лумпурская товарная биржа, несмотря на резкий спад в ее обороте в 1990 и 1991 гг. (контракты на пальмовое масло, пальмовый олеин, какао, олово). Значительная часть ее оборота приходится на иностранных участников. Крупная биржа находится в Бразилии, где с 1991 г. идет торговля контрактами на кофе, хлопок и говядину с котировкой в долларах, а также рядом контрактов в местной валюте. На Филиппинах местные производители и торговцы могут торговать на Манильской международной фьючерсной бирже сахаром, соевыми бобами, кофе и копррой (все контракты в местной валюте). Есть товарная биржа в Гонконге (соевые бобы и золото), но она имеет только местное значение. То же самое можно сказать про товарную биржу в Аргентине (контракты на зерновые).

Наибольшую активность на товарных фьючерсных биржах в настоящее время проявляют компании развитых стран. Использование бирж компаниями из развивающихся стран и стран Восточной Европы в настоящее время весьма ограничено, но есть надежда, что в будущем их активность возрастет. Лишь очень небольшое число компаний и других учреждений из развивающихся стран являются членами бирж развитых стран. Так, на Лондонской бирже металлов ассоциированными торговыми членами являются компании «МЕМАКО» (Замбия), «Чили Купер Лтд.» (Чили), «Гекаминес» (Заир); кроме того, можно еще упомянуть биржу «Комэкс», членом которой является Национальный банк Мексики, проявляющий активность в торговле серебром. В большинстве случаев компании из этих стран торгуют на фьючерсных рынках через посредников. Некоторые компании имеют своих представителей в непосредственной близости от бирж (хотя они и ведут



торговлю через брокеров). Например, нефтяные компании Бразилии и Мексики и кубинская организация по экспорту сахара имеют в Лондоне и/или в Нью-Йорке свои представительства, которые занимаются фьючерсными и опционными сделками. Это позволяет этим компаниям осуществлять весьма изощренные стратегии управления риском.

Однако большинство клиентов из развивающихся стран находится очень часто далеко от бирж и, в основном, полагаются на посредников. Чаще всего в качестве такого рода посредников выступают торговые дома. Компании стран Латинской Америки и Карибского бассейна страхуют через брокеров около четверти своего экспорта какао, кофе и сахара на Нью-Йоркской бирже какао, кофе и сахара. Латиноамериканские экспортеры зерновых и соевых бобов также используют для страхования американские биржи. Латиноамериканские экспортеры цветных металлов работают на биржах напрямую, без посредников. Региональные компании, добывающие и перерабатывающие медь, из Чили, Перу, Мексики и Бразилии сами работают на ЛБМ и бирже «Комэкс». Африканские компании из Заира, Замбии (медь) и Зимбабве (никель) также принимают участие в биржевой торговле. После стран Латинской Америки наибольшую активность на международных товарных биржах проявляет Китай, который через брокеров участвует в биржевой торговле зерновыми, сахаром, цветными металлами и топливом.

На биржевых фьючерсных и опционных рынках топлива в последние годы действовали в некоторых случаях и государственные структуры развивающихся стран, например, Министерство финансов Мексики. Его целью была защита поступлений в бюджет. На бирже «НАЙМЕКС» оно продало через ряд торговых домов фьючерсы и опционы на покупку сырой нефти, а также купило опционы на продажу; причем контракты охватывали целый ряд месяцев, и количество их было весьма значительным. Чистая прибыль от этих операций была высока, но правительству пришлось внести в виде маржи около 200 млн долл. Министерство финансов Бразилии также занималось в последние годы проведением биржевых операций, но в гораздо меньших масштабах. Большинству же развивающихся стран такие операции недоступны, поскольку они не располагают такими суммами (пусть даже для временного пользования).

В некоторых случаях фьючерсные биржа используются для поставки физического товара. Например, СССР через ЛБМ таким образом поставлял на мировой рынок алюминий. К этому же способу прибегала в начале 1980-х годов Куба для поставки никеля.

Крупнейшие международные товарные биржи представлены главным образом биржами США и Великобритании.

Крупнейшей товарной биржей мира является американская Чикагская торговая биржа (Chicago Board of Trade), на которой совершаются фьючерсные и опционные сделки с зерновыми (пшеница, кукуруза, овес, соя-бобы), масличными (соевое масло и соевый шрот), драгоценными металлами (золото и серебро), казначейскими билетами и облигациями США, муниципальными облигациями, индексами акций и облигаций.

Второй по величине является Чикагская товарная биржа (Chicago Mercantile Exchange), но на ней продается не так много товаров. Предметами сделок являются крупный рогатый скот, свиньи и пиломатериалы. Основное количество сделок приходится на казначейские бумаги США, валюту (австралийские доллары, канадские доллары, французские и швейцарские франки, германские марки, фунты стерлингов, японские иены), евродоллары, индексы акций и др. [2].

Нью-Йоркская товарная биржа (New-York Mercantile Exchange) является третьей по числу заключенных сделок. Предметами сделок на этой бирже являются топливная и сырая нефть, пропан и бензин, а также платина и палладий.

Биржа COMEX (Commodity Exchange) в Нью-Йорке в последние годы несколько уменьшила объем операций. На этой бирже ведутся операции с медью, алюминием, золотом, серебром и индексами акций.

На Нью-Йоркской бирже кофе, сахара и какао (Coffee, Sugar & Cocoa Exchange) ведется торговля соответствующими товарами разных сортов.

На Нью-Йоркской бирже хлопка и цитрусовых (New-York Cotton & Citrus Exchange) заключаются контракты с хлопком, концентратом апельсинового сока, пропаном. Ведутся также операции с индексом доллара, ЭКЮ, казначейскими билетами США.

Среднеамериканская биржа (MidAmerica Commodity Exchange) торгует зерновыми (пшеница, кукуруза, овес, соя-бобы), масличными (соевый шрот), крупным рогатым скотом и свиньями, драгоценными металлами (золото, серебро, платина), казначейскими билетами США, валютой (канадские доллары, швейцарские франки, германские марки, фунты стерлингов, японские иены).

Крупнейшей биржей Великобритании является Лондонская международная финансовая фьючерсная биржа (London International Financial Futures Exchange). На этой бирже торговля ведется

финансовыми инструментами (государственные ценные бумаги, валюта, индексы акций).

На Лондонской бирже металлов (London Metal Exchange) ведутся операции с алюминием, медью, никелем, оловом, свинцом и цинком. До 1988 г. велась также торговля серебром, но была прекращена.

Лондонская Фьючерсная и опционная биржа ФОКС (Futures & Option Exchange) ведет торговлю какао-бобами, кофе и сахаром.

На Лондонской Международной нефтяной бирже (International Petroleum Exchange) ведутся операции с дизельным топливом, мазутом, североморской нефтью Brent.

В Великобритании находится также «Болтик фьючерс эксчейндж» (Baltic Futures Exchange), на которой ведутся небольшие операции с зерновыми, свининой, картофелем, соевым шротом.

Крупнейшей японской биржей является Токийская товарная биржа. На ней ведутся операции с ценными металлами (золото, серебро, платина).

Довольно крупной по объему операций является Сиднейская фьючерсная биржа. Однако товарные операции (шерсть и крупный рогатый скот) велись в очень незначительном объеме, а остальное пришлось на банковские векселя, государственные ценные бумаги и индексы акций.

Одной из крупнейших является биржа «МАТИФ» (Международный фьючерсный рынок Франции). Первоначально этой аббревиатурой обозначался срочный рынок финансовых инструментов в Париже. В 1988 г. в число операций, производимых на этом рынке, были включены также срочные сделки с товарами (в том числе по кофе, какао и сахару). Однако все же основная доля операций приходится на государственные облигации, а товарные сделки имеют незначительный объем.

Как видно из приведенных данных, в настоящее время среди крупнейших товарных бирж можно выделить два типа: универсальные и специализированные.

К универсальным относятся Чикагская торговая биржа и Чикагская товарная биржа и ряд других крупных бирж. В Великобритании к универсальным можно отнести «Болтик эксчейндж». Также универсальными являются Токийская и Сиднейская биржи. Из бирж, расположенных в других регионах, можно отметить Сингапурскую международную валютную биржу (дизельное топливо, золото, валюта, индексы акций) и товарную биржу в Сан-Паулу (агропродукция, золото, индексы акций).

Специализированные биржи могут быть широкого или узкого профиля. К первым относится большинство специализированных бирж по торговле металлами в Лондоне и Нью-Йорке, энергоносителями в Нью-Йорке, Лондоне, биржа «МАТИФ» в Париже, лондонские биржи ФОКС и международная нефтяная и многие другие.

Среди узкоспециализированных можно отметить биржу пшеницы «Канзас сити борд оф трейд» (США). Также узкоспециализированными являются японские биржи сахара, каучука, текстильного сырья и зернобобовых. Подобных бирж становится все меньше, многие из них сливаются с другими биржами, либо расширяют круг своих товаров.

В зависимости от своей роли в торговле тем или иным товаром можно выделить биржи международного значения, региональные и национальные биржи [3].

Международный характер товарных бирж определяется несколькими критериями. Прежде всего это должны быть центры, обслуживающие потребности всего мирового рынка соответствующего товара, цены на которые отражают колебания спроса и предложения, При этом сам товар должен быть предметом активной торговли.

С точки зрения такого подхода не являются международными многие японские биржи, ведущие операции с такими экзотическими товарами, как каракатицы или красные бобы. Небольшой объем операций и ограниченность участников также лишает биржи международного статуса. В качестве примера можно привести рынок зерновых «Болтик эксчейндж» или рынки кофе и какао-бобов на бирже «МАТИФ».

Международный статус биржи предполагает также свободный валютный, торговый и налоговый режимы, что способствует участию в биржевой торговле иностранных участников, свободному переводу прибыли по биржевым операциям с другими рынками.

Наличие валютных и налоговых ограничений в течение длительного времени препятствовало превращению японских бирж в международные. Изменения в валютном режиме было сделаны лишь в 80-х годах, и теперь можно отметить, что Токийская биржа приобрела характер международной. В настоящий момент наличие ограничений в валютном и налоговом режиме сужает сферу деятельности бразильских бирж.

Региональные биржи ориентированы на операции с более узким кругом участников. Такие биржи обслуживают рынки нескольких стран. В качестве примера можно назвать «Болтик эксчейндж» в Лондоне,

операции с зерновыми на которой проводятся в рамках ЕЭС, Сиднейскую, Сингапурскую биржи и ряд других.

Национальными считаются многие японские, бразильские биржи и даже некоторые американские биржи. Они проводят операции, ориентированные на внутренний рынок, при этом часто имеют ограничения в торговом и налоговом режиме, что делает невозможным участие иностранных лиц в операциях и проведение арбитражных сделок.

В то же время можно отметить, что именно в развивающихся странах сохранились до настоящего времени биржи реального товара. Большинство из них представляет собой, как и в начальный период, одну из форм оптовой торговли, обслуживающую местный рынок.

В реальной жизни потоки операций имеют более сложный характер, однако этот пример реалистично описывает как роли, которые играет каждый тип участников, так и их взаимоотношения и взаимозависимости. Хеджеры, спекулянты, брокеры все вместе способствуют бесперебойному функционированию фьючерсного рынка. Отсутствие любого из этих участников существенно снизило бы эффективность рынка.

Важнейшие центры международной биржевой деятельности сосредоточены в США и Великобритании. В последнее время возросла роль бирж Японии. на долю этих трех стран приходится около 98% международного биржевого оборота.

*Крупнейшие биржи США:*

Чикаго борд оф трейд,  
Чикаго меркентайл иксчейндж,  
Нью-Йоркская товарная биржа,  
Нью-Йоркская биржа хлопка,  
Нью-Йорк меркентайл иксчейндж,  
Нью-Йоркская биржа кофе, какао и сахара.

*Крупнейшие биржи Великобритании:*

Лондонская фьючерсная и опционная биржа - ФОКС,  
Лондонская биржа металлов,  
Лондонская международная нефтяная биржа Болтик фьючерз иксчейндж.

*Крупнейшая биржа Японии:*

Токийская товарная биржа.

Биржи бывают универсальными и специализированными. На универсальных биржах ведутся операции по широкому кругу разнородных товаров.

*Универсальные биржи:*

Чикаго борд оф трейд,  
ФОКС,

Токийская товарная биржа,

Сянганская (Гонконгская) биржи и т. д.

*Специализированные (потоварная специализация или по группам товаров) биржи:*

Нью-Йоркская товарная биржа (цветные металлы, сахар, кофе, др. товары),

Лондонская биржа металлов – название говорит само за себя.

*Узкоспециализированные биржи:*

Канзас Сити борд оф трейд (пшеница),

Лондонская биржа шерсти (мытая шерсть).

По принципу организации различают два типа товарных бирж: биржи, имеющие *Публично-правовой характер*, и биржи, имеющие *частноправовой характер*.

Биржи, носящие публично-правовой характер, находятся под наблюдением государства и создаются на основе закона о биржах. Членом такой биржи может стать любой предприниматель данного района, занесенный в регистр и имеющий определенный размер оборота. Такие биржи распространены во Франции, Бельгии, Голландии и других странах континентальной Европы.

К биржам, имеющим частноправовой характер, относятся английские и американские биржи по зерну, хлопку, каучуку, цветным металлам, т. е. преобладающая часть бирж. На эти биржи открыт доступ лишь для узкоограниченного круга лиц, входящих в биржевую корпорацию. Биржевая корпорация обычно представляет собой акционерную компанию с публичной отчетностью и ограниченным числом членов. Указанный в уставе биржи основной капитал делится на определенное количество паев, или, так называемых, биржевых сертификатов. Каждый член должен быть владельцем по крайней мере одного такого сертификата, который дает право на заключение сделок в помещении биржи.

На биржах с публично-правовым характером организации котировки цен осуществляют по единому курсу, который выработался на берлинской бирже. Вот суть этого вида котировки. В течение биржевого дня сделки окончательно не оформляются. По окончании биржевого дня устанавливается курс равновесия, по которому могут быть выполнены большинство сделок; все сделки оформляются по этому единому курсу дня.

Единый биржевой курс обеспечивает большой общественный контроль над ценами и большую солидность и надежность сделок. Ибо продавцы и покупатели в ходе установления курса могут менять свои условия и тем самым участвовать в процессе котировки. Этот курс гарантирует участников торгов от заключения неудачных сделок под воздействием слухов, эмоций, а клиентов – от недобросовестного поведения посредников.

На биржах с частноправовым характером организации применяют котировку по непрерывному биржевому курсу. Это когда фиксируется и отмечается в котировках каждая достаточно крупная сделка.

Опубликование непрерывного курса носит случайный характер, ибо регламентирован концом дня, а также дает возможность субъективного регулирования цен, ведь котировку проводит котировальная комиссия, которая не упустит возможности, чтобы что-нибудь исправить в свою пользу.

Современные биржи имеют довольно сложный аппарат управления и структуру, которые образовались в ходе длительной эволюции. Сегодня в работе любой биржи принимают участие различные специализированные комитеты, собрания акционеров, совет Директоров и другие органы, которые могут быть образованы по решению руководства биржи. Рост количества фьючерсных сделок привел к образованию клиринговых палат, которые осуществляют расчетно-контролирующую функцию.

В качестве ценностей при торговых операциях могут выступать следующие объекты:

1. Акции и ценные бумаги акционерных банков и предприятий.
2. Товары основного потребительского спроса (продукты питания, сырье и т. д.).
3. Полезные ископаемые (нефть, газ, руда и т. д.).
4. Драгоценные металлы и камни (золото, платина, алмазы).
5. Валюта и банковские чеки различных стран.
6. Интеллектуальная собственность.
7. Облигации – долговые денежные обязательства корпораций и

государств.

8. Фрахтовые документы, страховые обязательства на товар.

9. Информационные технологии.

Развитие информационных технологий повлекло за собой создание новых организационных форм рынка, где главная ценность первоначально обладает нулевой стоимостью и характеризуется отсутствием товарной составляющей как таковой. Стоимость подобных ценностей обеспечивается признанием полезности для владения и накопления, многочисленными поручителями.

*Существуют следующие виды современных бирж:*

- Валютная биржа – специализируется на операциях с валютами различных стран мира. Возникла в 1971 году, после того, как США отказалось от золотого стандарта.

- Фондовая биржа – специализируется на торговле бумагами, которые допущены к обороту на бирже: векселя, облигации, акции и т. д.

- Товарная биржа – специализируется на операциях с крупными партиями сельскохозяйственных и промышленных товаров: нефть, газ, зерно, драгоценные металлы.

- Биржа криптовалют – специализируется на операциях с электронными денежными средствами (криптовалютой). Одна из самых молодых биржевых структур. Возникла в 2009 году с появлением первой криптовалюты. Российские власти подготовили законопроект, направленный на ограничение обращения *биткоинов* – самого популярного из существующих видов криптовалют. В частности, Министерство финансов предлагает сдерживать желающих использовать криптовалюты серьезными штрафами.

*Валютные биржи*

После того как США отказалось от золотого стандарта и системы фиксированного курса валюты, наступил сложный для многих государств финансовый период. Подобное решение очень неблагоприятно отразилось на экономике развивающихся стран, которые вынуждены были прибегнуть к государственному регулированию внутренних рынков валюты.

Контроль над курсом валют осуществлялся по двум основным направлениям:

- создание прозрачной рыночной структуры, удобной для вмешательства центральных банков;

- ужесточение государственного контроля над валютными операциями.



Для решения задач первого направления казначейства и финансовые учреждения пошли по пути формирования специально организованных валютных бирж. Организованный валютный рынок существенно отличается от торговых систем, где сделки заключаются в срочном и хаотичном порядке.

Современная технологическая революция не оставила в стороне и биржевое дело – привела к тому, что начали действовать новые электронные торговые системы. Интернет предоставил возможность на расстоянии предлагать оферты, которые определяют обязательства участников сделки. При этом неважно, на каком расстоянии от головного офиса биржи находится лицо, которое участвует в торгах. Такие нововведения, во-первых, устранили ограничение на количество участников в валютных торгах, во-вторых, сделали возможной конкуренцию между валютными биржами различных стран, что привело к необходимости вливания крупных инвестиций в развитие технологий биржевой торговли. Таким образом, современная биржа валют является «связующим звеном» между резидентами из различных стран, которые желают продать или купить иностранную валюту.

*Достоинства современной электронной валютной биржи:*

- возможность устраивать ежедневные и круглосуточные торги иностранной валютой, что позволяет торговать резидентам из разных часовых поясов;

- увеличение числа финансовых компаний, которые предлагают собственные котировки;

- оперативное предоставление торговой информации всем участникам валютного рынка;

- высокая скорость проведения валютных сделок и финансовых расчетов;

- снижение расходов, связанных с проведением торгов.

*Организованные валютные биржи*

Наиболее известные и крупные биржи организованного валютного рынка, это:

- Currenex (Карринэкс);

- FX Alliance – FXall (Форексолл);

- Atriax (Атриакс).

Currenex – это первая открытая и независимая биржа, которая позволяет торговать резидентам со всего мира. Создана эта биржа в 1999 году, ее офисы размещаются в Калифорнии, Сингапуре, Чикаго, Нью-Йорке и Лондоне. Для того чтобы принять участие в торгах, необходимо получить членство этой биржи. Участниками валютных

торгов на Currenex являются казначейские департаменты компаний, банки, международные организации, государственные ведомства и т.д. Среди членов биржи Currenex, такие известные корпорации, как Compaq, Autodesk, Intel Corporatio, Ericsson и еще около 40 ведущих банков мира.

FX Alliance – FXall – электронная валютная биржа, начала работу в 2001 году, с запуска автоматизированного торгового портала. Офисы биржи расположены в Гонконге, Токио, Лондоне и Нью-Йорке. Чтобы принять участие в торговых операциях, необходимо заключить торговое соглашение с маркет-мейкерами биржи.

Atriax – это одна из самых молодых электронных валютных бирж, создана в июне 2001 года, с офисом в Лондоне. Ее главной особенностью является то, что сделки проводятся только по 43 валютным парам с помощью автоматизированного торгового терминала – Straight Through Processing. Главными акционерами данной биржи являются Citibank, JP Morgan, Deutsche Bank и Reuters.

#### *Товарные биржи*

Товарная биржа – это некоммерческая ассоциация членов международных корпораций, которая обеспечивает выполнение финансовых условий для операций купли-продажи товаров на публичном рынке.

#### *Основные функции товарной биржи:*

- Организация рынка сырья: обеспечение спроса на товар, что позволяет избежать дефицита или переизбытка сырья; искусственно стимулирует спрос и предложение;

- Хеджирование (страхование) участников торгов от неблагоприятных для них колебаний цены.

- Арбитражная деятельность – урегулирование спорных ситуаций и разногласий между участниками торговых операций.

- Товаропроводящая функция – продажа и покупка реального товара.

- Стабилизация цен на ограниченные виды сырья.

- Разработка торговых стандартов, регистрация марок фирм, установление сортов и видов продукции.

- Стандартизация типовых контрактов в торговле.

#### *Самые крупные товарные биржи, это:*

- Товарно-сырьевая биржа CME (Chicago Mercantile Exchange);

- Нью-Йоркская товарная биржа NYMEX (New York Mercantile Exchange);

- Среднеамериканская биржа MACE (MidAmerican Commodity Exchange);

- Международная нефтяная биржа IPE (International Petroleum Exchange).

#### *Фондовые биржи*

На фондовых биржах совершают операции с ценными бумагами – векселями, акциями, облигациями. Подобная биржа представляет собой рынок, на котором, с одной стороны, корпорации и компании реализуют свои ценные бумаги с целью получения максимальной прибыли, а с другой стороны, частные лица и организации, которые стремятся выгодно инвестировать свои денежные средства.

Приобретая ценные бумаги какого-либо предприятия, инвестор получает не только долю собственности, но и берет на себя финансовые риски компании. Если компания развивается успешно, обладатель ее ценных бумаг может рассчитывать на значительный личный доход. В случае убыточных действий предприятия дивиденды могут отсутствовать вовсе. Худший вариант – банкротство компании, влечет за собой полную потерю вклада.

*К известным современным фондовым биржам относятся:*

- Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE);
- Электронная фондовая биржа США;
- Международная европейская биржа Euronext;
- Лондонская фондовая биржа (LSE);
- Токийская фондовая биржа (TSE);
- Франкфуртская фондовая биржа (FBW);
- Венская фондовая биржа (VSE).

NYSE – главная фондовая биржа США, символ финансового могущества США и финансовой индустрии вообще. На бирже определяется всемирно известный индекс Доу-Джонса для акций промышленных компаний (англ. Dow Jones Industrial Average), а также индексы NYSE Composite и NYSE ARCA Tech 100 Index.

В современных условиях фондовая биржа является средством получения высокой прибыли, утратив при этом свою первичную роль – учреждение новых компаний. Главными получателями биржевой прибыли являются компании и инвестиционные банки, семейные банкирские дома, крупные промышленные компании и другие финансовые институты. Для того чтобы получить максимальную прибыль, эти биржевые субъекты прибегают к различным методам обогащения. Одним из методов является получение закрытой конфиденциальной информации, которая позволяет делать правильные

ставки в игре на понижение или повышение. Суть другого метода заключается в искусственном колебании курса с целью получения максимальной выгоды.

Самый известный метод спекулятивных действий получил название «Украшение витрины». Игрок биржи мелкими партиями скупает недорогие акции одной компании, при этом распространяет заведомо ложную информацию, которая постепенно ведет к повышению стоимости этих ценных бумаг. После продажи этих акций спекулянт получает значительную прибыль.

### **1.3. Биржевые операции с реальным товаром**

Сделки с реальным товаром на бирже играли основную роль в тот период, когда сами биржи были центрами международной товарной торговли. В процессе развития биржевой торговли сложились два вида биржевых операций:

- сделки на реальный товар с немедленной поставкой,
- сделки на реальный товар с поставкой в будущем.

Сделки на реальный товар с немедленной поставкой. В биржевой терминологии такие сделки называются спот (spot) или кэш (cash), а также физическими сделками.

Заключение таких сделок происходило на бирже без предварительного осмотра товара на основе стандартного качества. При заключении сделок «спот» товар обычно уже находился на одном из складов биржи и покупатель мог получить его немедленно.

Продавец реального товара, сдав его на склад биржи, получал складское свидетельство (варрант), удостоверяющее количество и качество товара. Заключив сделку, продавец передавал это свидетельство покупателю, получая в обмен платежное средство (чек покупателя) [2].

Таким образом, можно отметить, что биржа в этом случае является лишь местом заключения сделок, а все дальнейшие отношения по поводу контракта стороны регулируют друг с другом. Сделку гарантировала не биржа, а сами участники. Другой особенностью этой сделки являлось то, что объемы сделки, а также условия поставки оговаривались покупателем и продавцом, т. е. контракт носил в значительной степени индивидуальный характер.

Цель таких сделок заключалась в реальной закупке товара для покупателей и реальной немедленной его реализации для продавцов.

Учитывая условия платежа, такие сделки делали невозможным какую-либо игру на изменении цен.

Постоянные колебания цен на основные биржевые товары, и прежде всего на сельскохозяйственную продукцию, заставляли участников биржевых операций искать новые формы сделок. Так появились сделки на реальный товар с его поставкой в определенный срок в будущем. Этот вид сделок на многих биржах появился уже в первые годы их функционирования и получил название сделок форвард (forward) или шипмент (shipment). Считается, что первая такая сделка была проведена в Японии в 1730 г. на рисовой бирже «Дояма» и была названа «заблаговременная контрактация».

В США подобного рода контракты впервые были заключены на Чикагской торговой бирже по кукурузе. Торговцы зерном получали его от фермеров осенью или в начале зимы, но должны были хранить его до тех пор, пока кукуруза достаточно высохнет для погрузки на судно, а река освободится от льда. Однако за это время цена могла измениться, и чтобы уменьшить риск падения цен за время зимнего хранения, эти торговцы отправлялись в Чикаго и заключали там контракты с переработчиками кукурузы на поставку им зерна весной. Самый ранний из зарегистрированных таких контрактов датируется 13 марта 1851 г.

Форвардный контракт представляет собой торговое соглашение, согласно которому продавец поставляет конкретную продукцию покупателю к определенному сроку в будущем. В момент заключения контракта стороны договариваются об объеме поставки и качестве товара (беря за базу биржевой стандарт), времени и месте поставки, а также соответственно о цене. Продавец товара поставляет его к сроку на один из складов биржи, где проводится его проверка и выдается складское свидетельство. Документ передается продавцом покупателю против денежных документов (чека).

Как видим, в форвардных сделках купля-продажа товара совершалась заранее, до поставки товара, а, возможно, и до его производства. Эти сделки во многих случаях были предпочтительнее, чем сделки спот, так как позволяли участникам планировать свою прибыль в будущем. Для продавца реального товара форвардные операции позволяли заранее зафиксировать цену и покрыть свои издержки, а покупатель был гарантирован от риска повышения цен и, кроме того, сэкономил затраты на аренду складских помещений.

Однако у форвардных сделок можно отметить и ряд отрицательных моментов. Так, форвардные контракты не были стандартизованы. Такие условия, как объем поставки, качество товара,

сроки поставки, цена товара согласовывались непосредственно продавцом и покупателем. На большинстве товарных бирж форвардные сделки могли заключаться на любой сорт товара и на любых условиях поставки, а их продолжительность была до 24 месяцев.

Форвардные сделки подразумевают также определенный риск, поскольку не существует какого-либо гаранта сделки. Какая-либо из сторон может нарушить взятые обязательства, или какие-то события в будущем могут помешать обеим сторонам выполнить контракт. Известно, что при падении цен на зерно торговцы в США часто уклонялись от выполнения форвардных контрактов, оставляя фермеров с их продукцией. В свою очередь при повышении цен фермеры предпочитали продать зерно другому покупателю по более высокой цене и не выполнять форвардный контракт.

Риск форвардных контрактов возрос с использованием кредитных средств. Так, со временем заключение сделок на срок с реальным товаром стало сопровождаться выставлением векселей. Как отмечали специалисты, при этом «векселя выписывались не столько потому, что был куплен товар, сколько покупали товар с тем, чтобы иметь возможность выписать вексель, который можно было бы учесть, превратив в деньги. Таким образом, оба, покупатель и продавец, располагали фондами на много месяцев раньше, чем действительно оплатят товары, и весьма часто векселя эти по истечении срока платежа возобновлялись под тем предлогом, что при такой длительной сделке необходимо дать время на ее реализацию».

Цены сделок форвард учитывают не только уровень, сложившийся в момент заключения контракта, но и перспективы изменения спроса и предложения за время действия контракта. Однако предусмотреть все конъюнктурные моменты невозможно, поэтому форвардные сделки могут дать определенный выигрыш (или убыток) для той или иной стороны [4].

## ГЛАВА 2. УЧАСТНИКИ ФЬЮЧЕРСНЫХ ОПЕРАЦИЙ

В своей классической работе «О богатстве народов», опубликованной в 1776 г., Адам Смит ввел понятие «невидимой руки», которая движет систему свободного рынка к общему благу, хотя каждый из участников рынка заботится только о своем собственном интересе. По словам А.Смита, участник системы свободного рынка «ведом этой невидимой рукой, способствующей в итоге тому, что не входило в его намерения. Но преследуя свой собственный интерес, он часто способствует интересам общества более эффективно, чем если бы он реально предполагал сделать это».

Можно сказать, что нигде не заметно воздействие этой «невидимой руки» ярче, чем на фьючерсных рынках. Множество участников этих рынков озабочены собственными мотивами и перспективами их собственных торговых операций. Никто из них специально не стремится повысить эффективность экономики или же улучшить функционирование рынка в целом. Напротив, каждый движим своим собственным интересом, однако их взаимодействие приносит результаты, которые идут на благо обществу.

В этой главе рассматриваются три основных вида участников фьючерсных операций, их мотивы при осуществлении операций и их роль на рынке.

Этими тремя видами участников являются [1]:

1. Хеджеры. (hedgers). Хеджер представляет собой торговца, ведущего операции на рынке реального товара, лежащего в основе фьючерсного контракта, который использует фьючерсные рынки для уменьшения риска ценовых колебаний.
2. Торговцы в операционном зале (floor traders). Эта категория представлена членами биржи, которые присутствуют в операционном зале и исполняют приказы на покупку и продажу контрактов.
3. Спекулянты (speculators). Спекулянт представляет собой торговца, получающего прибыль на использовании ценовых колебаний фьючерсных контрактов.

Однако эти категории не являются строго разграниченными. Так, существуют как хеджеры, так и спекулянты, которые являются членами биржи и ведут операции непосредственно в зале. Есть брокеры, которые выступают как хеджеры на одном рынке, и как спекулянты—на другом. Однако в большинстве случаев тот или иной участник принадлежит к одной из этих категорий.

## 2.1. Хеджеры

Хеджерами являются участники рынка, использующие фьючерсы и опционы для уменьшения риска ценовых колебаний. Их участие во фьючерсной торговле связано с реальными операциями, касающимися товара или финансового инструмента, лежащего в основе фьючерсного контракта.

Участник может считаться хеджером, если его действия основаны на двух мотивах [2]:

- присутствие на рынке наличного товара,
- заинтересованность в уменьшении риска.

Рассмотрим несколько конкретных примеров участников-хеджеров:

1. Фермер, выращивающий кукурузу. Он использует фьючерсные контракты для защиты стоимости своего урожая. Как производитель кукурузы он является участником соответствующего наличного рынка. Как собственник товара, он подвержен риску падения цены. Операции на рынке фьючерсных контрактов на кукурузу защищают его от этого падения и тем самым уменьшают риск ценовых колебаний.
2. Коммерческий банк, использующий фьючерсные контракты на процентные ставки. Его операции имеют целью уменьшить временное несоответствие между своими активами и пассивами. Являясь одновременно кредитором и заемщиком, банк участвует в бизнесе, связанном с процентными ставками. В зависимости от того, являются ли сроки его кредитов короче или длиннее, чем сроки его депозитов, банк либо продает, либо покупает фьючерсы на процентные ставки с целью снизить для себя риск их колебания.
3. Американский импортер, покупающий товары в Германии. Этот участник использует фьючерсы в связи с предстоящей оплатой поставок своему немецкому партнеру. Импортер должен оплатить поставку в немецких марках, поэтому если эта валюта поднимется в цене относительно доллара США, то импортеру придется затратить большую сумму в национальной валюте для оплаты контракта. Фьючерсные операции с немецкой маркой уменьшают для импортера риск колебания курсов.

Следует подчеркнуть, что в каждом случае присутствовали оба критерия хеджера: деятельность на соответствующем наличном рынке и использование фьючерсов для уменьшения риска. Если бы банк продавал фьючерсы на соя-бобы, он не мог бы считаться хеджером, так



как он не вовлечен в наличный рынок соя-бобов. Если бы фермер совершал операции на фьючерсном рынке золота, он также не мог рассматриваться как хеджер. Поэтому большинство хеджеров являются таковыми только на одном или нескольких рынках, тогда как на других они выступают как спекулянты.

Существование хеджеров является в определенном смысле экономическим оправданием существования фьючерсных и опционных рынков. Хеджеры являются поставщиками реальных товаров и услуг, а фьючерсные и опционные рынки способствуют повышению эффективности их деятельности. Фьючерсная торговля не могла бы существовать без активного участия хеджеров. Именно хеджеры обеспечивают регулярный и двусторонний приток приказов на покупку и продажу, что в итоге обеспечивает успех фьючерсного контракта. Например, на рынке существуют тысячи производителей сои, которых беспокоит возможное падение цен на нее, и множество потребителей этого товара, опасющихся роста цен. В отличие от спекулянтов и торговцев, которые могут переключать свой интерес с одного рынка на другой, хеджеры являются в определенном смысле «пленниками» своего рынка. Именно их постоянное внимание к изменениям цен обеспечивает регулярный приток заказов и сделок на фьючерсных рынках.

Количество участников реального рынка, чья заинтересованность в уменьшении ценового риска делает их хеджерами, меняется в зависимости от ряда факторов.

Во-первых, это прежде всего объем соответствующего наличного рынка. Во-вторых, уровень неустойчивости цены (т. е. возможный риск). И, в-третьих, знание и доступность фьючерсных и опционных рынков [4].

Различные виды хеджеров по-разному ведут свои фьючерсные операции. Так, производители и потребители товаров часто имеют большие объемы фьючерсных контрактов, но операции с ними совершают относительно редко. Их позиции часто остаются без изменения в течение недель и даже месяцев.

В то же время торговцы и посредники часто являются более активными хеджерами. Вернемся к нашему примеру с коммерческим банком, являющимся по сути финансовым посредником. Когда банк принимает новые депозиты и выдает новые займы, меняется сложившееся несоответствие по срокам. Если банк активно использует фьючерсный рынок, то он может менять свою фьючерсную позицию каждый день или час. То же самое можно сказать и о других видах

посредников, например, торговцах зерном, которые постоянно покупают его у производителей и продают переработчикам.

Производители и потребители, с одной стороны, и посредники, с другой, имеют различные проблемы. Во-первых, производители и потребители озабочены и хеджируют против относительно крупных изменений цен. Так, производитель золота, имеющий объемы производства порядка 100 тыс. унций в год, озабочен падением цены порядка 30-50 долл. на унцию, но не будет реагировать на колебания цен порядка 0,5-1 долл. за унцию. В то же время торговец металлом, имеющий большие запасы и получающий прибыль порядка 10-20 центов на унцию, будет весьма озабочен такими изменениями цен. Во-вторых, постоянно меняющиеся потребности посредников делают эту группу в целом более вовлеченной в дела фьючерсной биржи. Представители именно этой группы гораздо чаще, чем производители и потребители, становятся членами бирж и клиринговой палаты, имеют своих представителей в операционном зале и занимают должности в различных комитетах и комиссиях биржи.

## 2.2. Торговцы

Торговцы – категория лиц, являющихся членами биржи и осуществляющих в операционном зале заключение контрактов. Сделки, которые заключают торговцы, могут быть как за счет клиента, так и за свой собственный счет. Торговец, ведущий сделки за собственный счет, обычно называется «местный» (local). Торговец, исполняющий приказы клиентов, называется брокер (floor broker).

Местные могут использовать любую тактику ведения операций. Однако чаще всего они используют свое непосредственное присутствие на рынке с максимальной выгодой и при этом обеспечивают краткосрочную ликвидность рынку. Про таких участников говорят, что они «делают рынок» (market-makers) для отсутствующих в зале хеджеров и спекулянтов, которые «принимают рынок» (market-takers). Другими словами, местные обычно выступают другой стороной сделки для участников, не присутствующих в зале.

Возникает вопрос: каким образом им удастся получать на этом прибыль? Ведь хеджеры являются участниками соответствующего реального рынка и хорошо знают его экономику, а многие спекулянты используют мощные аналитические программы для своих операций. Однако ответ довольно прост: местные не конкурируют с хеджерами или спекулянтами. Они не озабочены тем, будут ли цены расти или

падать. Их задача – заставить работать на себя разницу в ценах предложений продавцов и покупателей. Эта возможность является как бы компенсацией местным за обеспечение ликвидности рынка.

Чтобы понять этот механизм, следует осознать, что на рынке никогда не существует единой цены на фьючерсный контракт. Всегда существует двусторонний рынок. Более низкая цена (цена покупателей) – это самая высокая цена, которую кто-то готов заплатить при покупке, а более высокая цена (цена продавцов) – это минимальная цена, которую кто-то согласен дать при продаже. Разница между ними называется спредом (bid/offer spread). Так, если на августовские фьючерсы на нефть цены покупателей составляют 15,45 долл., а цены продавцов – 15,47 долл., то спред составляет 0,02 долл. То есть торговец, который сможет купить по цене покупателя и продать по цене продавца, будет иметь прибыль, даже если цены больше никогда не изменятся. Местные имеют исключительно выгодную позицию для того, чтобы осуществить подобную операцию [3].

Предположим, что местный, находящийся на ринге фьючерсных контрактов на нефть, слышит 5-6 предложений покупателей по цене 15,44 долл. Если он знает, что эти брокеры представляют фьючерсные комиссионные дома, то торговец скорее всего захочет запросить 15,45 долл. Почему? Поскольку он будет считать, что если уровень цен упадет, он сможет быстро ликвидировать свою позицию при минимальной потере по 15,44 долл. Тот факт, что запросы делаются со стороны клиентов, не присутствующих в зале, важен не потому, что они знают больше или меньше, чем местные о будущей котировке на нефть, а потому что эти клиенты не имеют возможности немедленно отменить свои приказы, как только чуть изменится ситуация на рынке.

Теперь посмотрим на другую ситуацию. Предположим, сделки на августовские фьючерсы в течение последних минут заключались по 15,46 долл., и после этого новых известий не поступало. Если брокер спросит предложения на покупку, то местный предложит 15,45 долл., поскольку ничего не изменилось с момента последних сделок. Следующим приказом, который придет в зал, может быть как приказ на покупку, так и приказ на продажу. Если это приказ на покупку, то это может быть возможность местному предложить 15,47 долл. и ликвидировать свою позицию с прибылью 2 цента.

Местные используют эту технику, поскольку их положение в операционном зале позволяет им действовать мгновенно. У них не бывает отсрочек, связанных с телефонными звонками, или с необходимостью объяснять свои приказы клерку.

Однако следует упомянуть два момента. Во-первых, местный, который запрашивает по 15,45 долл., поскольку ничего не изменилось с момента заключения последней сделки по 15,46 долл., не всегда прав. В действительности, были случаи, когда нечто важное происходило, и цены драматически менялись до того, как местный успевал ликвидировать свою позицию. Его надежда – это то, что благоприятное и неблагоприятное изменение цен будет сбалансировано, и при этом ему останется часть благоприятного для него спреда в качестве средней прибыли. Однако нет никакой гарантии, что это случится. Поэтому удачливыми местными являются те, кто развивает у себя шестое чувство, которое предсказывает им, будет ли на рынке спокойствие или произойдут изменения.

Торговцы за пределами ринга часто считают несправедливым то, что местные пользуются преимуществом, описанным выше. Однако они должны помнить о той цене, которой дается это преимущество, а именно: покупка членства (от 400 тыс. до 500 тыс. долл.), необходимость проводить ежедневно 5-6 часов в операционном зале и, как правило, отсутствие других источников доходов, кроме прибыли от фьючерсных операций.

Местные, которые ведут свои операции вышеописанным способом, редко держат позицию более 1-2 минут, а иногда и нескольких секунд. Они крайне редко переносят позиции на следующий день. Их целью является получение небольшой прибыли за счет преимуществ, которые на мгновение создает дисбаланс между приказами на покупку и продажу.

Используя преимущества своего положения, местные реализуют свою главную функцию – обеспечивать краткосрочную ликвидность для рынка в целом. Для иллюстрации рассмотрим следующий пример:

Производитель золота решил, что он продаст 5 тыс. унций (50 фьючерсных контрактов). Он в большей степени заинтересован в быстром исполнении сделок, чем в получении самой выгодной цены, поэтому он хочет предложить продажу декабрьских фьючерсных контрактов по цене 345,00 долл., хотя в данный момент они идут по 345,40 долл. Если бы на рынке не было местных, то брокеру этого клиента пришлось бы ждать до тех пор, пока не придет такой же приказ, но на покупку от потребителя золота, что могло занять часы и даже дни [5].

Присутствие местных делает этот процесс более быстрым. Среди множества местных торговцев на ринге золота обязательно найдется

хотя бы один, кто согласится купить декабрьские фьючерсы по 345,00 долл. Далее он закрывает эту сделку, продав декабрьские контракты.

В вышеописанной ситуации в выигрыше оказались обе стороны. Производитель пожертвовал небольшой частью цены для ускорения сделки. Местный торговец принял обязательство на себя, получив его по цене со скидкой. Другими словами, он обеспечил краткосрочную ликвидность и был компенсирован за свою услугу возможностью купить по цене покупателя.

Теперь рассмотрим ситуацию брокера. Брокеры – это члены биржи, которые, как и местные, физически присутствуют в торговом зале. Однако, в отличие от местных, брокеры исполняют приказы клиентов. Доход брокера составляют в основном комиссионные, а не торговая прибыль, и прямо связан с объемом сделок, которые он осуществляет.

Закон спроса и предложения играет важную роль в определении комиссионных ставок. Некоторые фьючерсные ринги имеют слишком мало брокеров для обслуживания объема сделок, в то время как на других рингах избыток брокеров и недостаток клиентов. Естественно, в первом случае ставки могут быть выше. Как и другие бизнесмены, брокеры ценят постоянных клиентов и, соответственно, часто предоставляют им более низкие ставки.

Брокерские услуги являются невидимой стоимостью для многих фьючерсных торговцев. Обычно брокеры выставляют счета комиссионным домам, а не индивидуальным клиентам, а комиссионные дома включают комиссионные расходы в свою общую комиссию, не специфицируя их. Только некоторые крупные хеджеры оговаривают брокерские расходы непосредственно, поскольку объем их операций очень велик.

Функция брокеров – способствовать участию во фьючерсной торговле не членом биржи. Поскольку правила всех бирж позволяют заключение сделок только членам биржи, то брокеры являются связующим звеном между биржей и другими участниками операций.

Для простоты мы показали местных торговцев и брокеров отдельно. В действительности, эти категории пересекаются. Каждая фьючерсная биржа разрешает брокерам исполнять приказы других и вести сделки за собственный счет, т. е. одновременно выступать в качестве брокера и местного торговца. Это называется «двойной торговлей», и в течение долгого времени было предметом споров среди биржевых кругов. Так, законодатели многие годы рассматривали «двойную торговлю» с некоторым сомнением. Опасением было то, что

брокеры, ведущие торговлю за свой счет, находятся в позиции, которая позволяет им использовать знание о приказах клиентов к своей собственной выгоде. В то же время биржевое сообщество считает, что имеется достаточно гарантий для предупреждения подобных злоупотреблений и что запрет двойной торговли неблагоприятно повлияет на ликвидность.

Сами торговцы не имеют общей точки зрения о том, увеличивает или уменьшает их доход возможность двойной торговли. Некоторые считают, что наличие двух источников доходов является выгодным. Другие считают, что возможность играть две столь разные роли одновременно ведет к тому, что ни одна из них не исполняется в совершенстве, что в целом уменьшает доходы торговца.

### **2.3. Спекулянты**

Спекулянты являются участниками фьючерсных операций, которые не имеют заинтересованности в соответствующем наличном рынке, но которые ведут торговлю фьючерсами в надежде получить прибыль за счет правильного прогноза цен. В отличие от хеджеров, спекулянты надеются получить прибыль за счет увеличения риска колебания цен. В отличие от торговцев, спекулянты ожидают свои прибыли от изменения уровня цен, а не от разницы цен продавцов и покупателей. Их целью является покупка по низкой цене и продажа по высокой. Небольшое число спекулянтов ведут операции из торгового зала, но большинство из них являются клиентами брокерских фирм.

Прежде чем объяснить, почему спекулянтов привлекает фьючерсы и опционы, следует кратко остановиться на том, почему люди спекулируют.

В спекуляции присутствуют два основных мотива: возможность получения прибыли и удовольствие. Каждый спекулянт согласится с первым мотивом, но второй часто имеет большее значение. Некоторые люди любят риск, а спекуляция рискованна по определению [3].

Эта комбинация мотивов поднимает вопрос, отличается ли спекуляция от азартной игры. Те, кто любит это, обычно отмечают, что в игре риск создается ради риска, в то время как спекуляция есть механизм принятия риска, который уже существует. Например, никому не нужно терять деньги или приобретать их в зависимости от того, какая выпала карта. Всем надо просто сделать выбор, отказавшись от игры. Однако кто-то должен потерять или приобрести деньги в зависимости от того, упадут или повысятся цены на хлопок.

Единственный выход: придется ли риск на производителя хлопка или текстильную фабрику или на одного из спекулянтов.

Психологические мотивы спекулянтов на фьючерсах существенно не отличаются от мотивов игроков. Однако эта спекуляция действительно переносит риск с тех, кто не хочет его, на тех, кто стремится к этому. Другими словами, спекуляция фьючерсами направляет стремление к принятию риска в экономически продуктивное русло.

Фьючерсная торговля имеет большую привлекательность для тех, кто заинтересован в комбинации азарта и возможности большой, быстрой прибыли. Для этого есть несколько причин.

Во-первых, фьючерсная торговля представляет неординарные возможности прибыли. Система депозитов, используемая в этих операциях, создает высокий уровень леввериджа. Этот левверидж означает, что можно получить или потерять существенную часть торгового капитала в течение весьма короткого времени. Так, вполне нормальной является ситуация, когда фьючерсный счет величиной 25 тыс. долл. сокращался до 5 тыс. или возрастал до 125 тыс. в течение нескольких месяцев.

Во-вторых, фьючерсная торговля является технически несложным делом. Необходимо только позвонить своему исполнителю счетов и в течение нескольких минут ваш приказ будет исполнен. Имеется тысячи брокерских домов и множество брокеров, готовых содействовать фьючерсной торговле,

В-третьих, фьючерсная торговля стимулирует, она дает возможность вести анализ рынка и предвидеть его изменения.

Фьючерсные рынки сами по себе интересны и информативны, одна из первых особенностей, которую открывают для себя спекулянты – это то, что очень мало событий в мире не затрагивают фьючерсной цены. Поэтому начиная спекуляции для получения прибыли, спекулянты начинают уделять пристальное внимание таким процессам, как динамика валютных курсов, цены на нефть, условия торговли сельскохозяйственной продукцией и т. д. Спекуляция делает тех, кто хочет всего лишь получить прибыль, более сведующими о том мире, в котором они живут.

Теперь посмотрим, как спекулянты приносят пользу фьючерсным рынкам и экономике в целом. Как было показано выше, фьючерсные рынки представляют собой механизм переноса риска, который перераспределяет ценовой риск с тех, кто хочет его избежать, на тех, кто хочет им воспользоваться. Спекулянты относятся к категории

участников, которые приветствуют риск, без них не было бы стороны, которой хеджеры могли бы передать их риск, а эти риски, как было показано выше, не могут исчезнуть.

Спекулянты являются также важным источником ликвидности рынка. Постоянный приток приказов спекулянтов в торговый зал в комбинации с потоком приказов хеджеров позволяет значительно сократить время на появление встречных приказов на покупку и продажу, по сравнению с тем, как это было бы при наличии одних хеджеров. Это позволяет местным трейдерам, обеспечивающим краткосрочную ликвидность, вести агрессивную политику покупок и продаж, т. е. более короткий период, в течение которого местные держат свою позицию, уменьшает их риск. Без притока приказов спекулянтов местные были бы более осторожны, и ликвидность существенно уменьшилась.

*Пример.* Представим условный, но реалистичный пример ролей, которые разные виды участников играют во фьючерсных операциях. Это могут быть следующие участники:

- Хеджер А – производитель золота, желающий застраховать декабрьский объем производства золота по текущим ценам декабрьских фьючерсов, составляющим 410,00 долл./унц.
- Хеджер Б – производитель ювелирных изделий, желающий застраховать свои декабрьские закупки золота по текущей цене.
- Спекулянт В – спекулянт, играющий на повышение.
- Спекулянт Г – спекулянт, играющий на понижение.
- Брокер А – брокер, исполняющий приказы брокерской фирмы, где хеджер А имеет свой счет.
- Брокер Б – брокер, исполняющий приказы брокерской фирмы, где хеджер Б имеет свой счет.
- Брокер В – брокер, исполняющий приказы брокерской фирмы, где спекулянт В держит свой счет.
- Брокер Г – брокер, исполняющий приказы брокерской фирмы, где спекулянт Г держит свой счет.
- Местный трейдер Д – местный торговец на ринге золота.

Предположим, что в начале котировки декабрьских фьючерсов составляют 410,00 долл., а октябрьских – 405,00 долл [2].

- 10.00 час. Хеджер А дает своей фирме приказ продать 10 (1000 унций) декабрьских фьючерсных контрактов по текущей цене. Брокер А выполняет приказ, продав 10 декабрьских фьючерсов местному Д по цене 409,80, являющейся самой высокой ценой покупки.



- 10.02 час. Спекулянт В решает, что цены на золото будут подниматься. Он дает своей брокерской фирме приказ купить 10 октябрьских фьючерсов по 405,00 долл. или лучше. Общий уровень цен не изменился, поэтому местный Д хочет продать 10 октябрьских фьючерсов по 405,00 долл. брокеру В, действующему по поручению спекулянта В. В итоге у местного Д короткая позиция по 10 октябрьским контрактам и длинная по 10 декабрьским контрактам с разницей в 4,80 долл. Требования хеджера А и спекулянта В удовлетворены.
- 11.03 час. Спекулянт Г решает, что цены золота еще более упадут. Он дает брокеру приказ продать 10 октябрьских контрактов по цене рынка. Этот приказ осуществляется брокером Г, который продает эти 10 контрактов местному Д по 402,90 долл.
- 11.05 час. Хеджер Б дает своему брокеру приказ купить 10 контрактов на декабрь по текущей цене. Брокер Б исполняет приказ, купив у местного Д контракты по 408,00 долл. Результаты для каждого участника:

Таблица 1 – Операции и результат на бирже

| Операции  | Результат  |
|---|--|
| Хеджер А продал 10 декабрьских контрактов по 409,80 долл.   | короткая позиция по 409,80 долл.   |
| Хеджер Б купил 10 декабрьских контрактов по 409,80 долл.  | длинная позиция по 409,80 долл.  |
| Спекулянт В купил 10 октябрьских контрактов по 405,00 долл.   | длинная позиция по 405,00 долл.  |
| Спекулянт Г продал 10 октябрьских контрактов по 402,90 долл.  | короткая позиция по 402,90 долл.   |
| Брокеры А,Б,В,Г продали и купили каждый по 10 контрактов от имени своих клиентов  | нет никакой позиции, каждый получит свою комиссию от сделки на 10 контрактов   |
| Местный Д купил 10 декабрьских контрактов по 409,80 долл., продал 10 октябрьских контрактов по 405,00 долл.;<br>купил 10 октябрьских контрактов по 402,90 долл., продал 10 декабрьских контрактов по 408,00 долл. | прибыль 2,10 долл. на октябрьских контрактах;<br>убыток 1,80 долл. на декабрьских контрактах<br>Чистая прибыль 0,30 долл. на 10 контрактах (всего 300 долл.) |

Важно отметить следующие особенности этого примера:

- оба хеджера смогли исполнить свои противоположные по характеру сделки, хотя между их приказами прошло более часа и цена за это время изменилась почти на 2 долл. за унцию;
- в отсутствии спекулянтов местный торговец держал бы свою позицию более одного часа, вместо двух минут. Он потерял бы 1,80 долл. на унцию на декабрьском контракте (1800 долл.);
- в отсутствии местного торговца вся схема не была бы возможна. Приказ спекулянта В на покупку был на другой месяц, чем приказ хеджера А на продажу. Следовательно, каждый из них должен был бы ждать продолжительное время до исполнения их приказов;
- если бы не было брокеров, сделки не состоялись.

## **ГЛАВА 3. БИРЖА И ЕЕ ОРГАНИЗАЦИЯ**

Фьючерсные биржи являются организациями, цель которых заключается в облегчении торговли фьючерсными контрактами. Биржи обеспечивают организацию фьючерсной торговли. Экономическая выгода биржи вытекает из той интенсивной и конкурентной среды, которую создают успешные фьючерсные биржи. Торговый ринг активного фьючерсного контракта содержит множество участников, коллективно представляющих тысячи продавцов и покупателей со всего мира. Это означает, что фьючерсные биржи являются примером свободного, конкурентного рынка.

### **3.1. Функции фьючерсных бирж**

Фьючерсные биржи выполняют специфические для экономики в целом функции: перенос риска, выявление цены, повышение ликвидности и эффективности, увеличение потока информации.

Перенос риска был основной причиной развития фьючерсных контрактов и фьючерсных бирж. Обычно хеджеры используют фьючерсные контракты для уменьшения риска ценовых колебаний, в то время как спекулянты принимают этот риск в надежде на прибыль от точного предвидения этих колебаний. Таким образом, нежелательный для одного риск становится привлекательной возможностью для другого.

Необходимо понимать, что ценовой риск является фактом обыденной жизни, он существует независимо от того, хочет кто-то этого или нет. Вопрос лишь в том, кто примет этот риск и как он будет поделен. Фьючерсные биржи и создают такой механизм.

Выявление цены. Фьючерсные цены представляют собой точку зрения рынка на то, какова будет цена лежащего в основе фьючерсного контракта товара в момент наступления срока контракта. Рынок включает тысячи участников, которые продают и покупают в зависимости от того, считают ли они цены высокими или низкими. Конечно, существуют солидные прогнозы динамики цен практически для всех товаров. Однако существенная разница состоит в том, что каждый из участников фьючерсного рынка подкрепил свое мнение о фьючерсной цене наличными деньгами в виде залога. Кроме того, если из-за действий неинформированной части фьючерсного рынка цены отойдут от уровня, на котором они должны быть, этим могут воспользоваться с прибылью для себя информированные участники.

Реальным фактом является постоянные колебания фьючерсных цен. Однако эти колебания просто отражают постоянно изменяющуюся точку зрения различных участников рынка в процессе анализа новой информации, что показывает значительную чувствительность фьючерсного рынка к этим постоянным информационным потокам.

Ликвидность и эффективность. Фьючерсные биржи являются самыми ликвидными и эффективными рынками. Эффективность может быть измерена скоростью и простотой совершения фьючерсной сделки. Фьючерсные биржи весьма доступны, и любой, имеющий счет в брокерской фирме и телефон, в течение нескольких минут сможет узнать текущие цены, дать приказ на сделку и получить подтверждение о его выполнении. Это выгодно для всей экономики, так как освобождает производителей, потребителей и торговцев от поиска партнеров и тем самым позволяет им сосредоточиться на своем основном бизнесе [3].

Рыночная информация. Дополнительной важной функцией фьючерсных бирж является улучшение потока информации. Поскольку биржи и их члены заинтересованы в максимально активной торговле (так как это увеличивает их доходы), они активно побуждают участников к фьючерсным операциям. Одним из эффективных путей для этого является сбор и распространение деловой информации. Интенсивная конкуренция между брокерами и биржами обеспечивает обилие доступной информации по любому товару, являющемуся объектом торговли на фьючерсной бирже.

Выше было приведено, какие функции выполняют фьючерсные биржи. Однако надо также указать функции, которые они не выполняют. Фьючерсные биржи не определяют цены на товары, которыми ведется торговля. Фьючерсные биржи только лишь обеспечивают место, на котором рыночные силы совместно определяют эти цены. Потребители часто ругают фьючерсные биржи, когда цены слишком высоки, а производители – когда слишком низки. Это все равно, как если бы болельщик винил стадион, на котором проиграла его команда.

### **3.2. Обеспечение механизма функционирования фьючерсных бирж**

Для выполнения указанных функций биржа должна обеспечить наличие определенных организационно-финансовых условий, а именно:

- соответствующим образом оборудованное помещение для совершения операций,

- средства связи и информации,
- разработка такой процедуры, которая обеспечит быстрое и аккуратное заключение сделок,
- эффективная система клиринга и сбора депозитов для обеспечения финансовой целостности фьючерсного контракта,
- правила, соответствующие законодательству и соблюдаемые всеми участниками рынка,
- продуманные фьючерсные контракты.

### *3.2.1. Организация биржевого зала*

Принципиальное устройство биржи является давно отработанной схемой и практически остается одинаковым для всех типов бирж мира. Как раньше, так и теперь биржа является прежде всего тем местом, куда участники торговли обращаются для совершения тех или иных коммерческих операций. Однако если раньше, в период зарождения бирж, все стадии операций совершались в самом здании биржи, то теперь можно отметить наличие у всех ведущих бирж мира развитой службы по сбору заказов от клиентуры.

Таким образом, сейчас существуют две группы рабочих органов биржи: периферийные и центральные. Периферийные службы осуществляют обслуживание клиентуры на местах, т. е. прием заказов клиентов и их передачу к исполнению на биржу. Эти периферийные службы представлены отделениями и филиалами брокерских фирм и контор, а также иногда отдельными независимыми агентами, которые называются брокерами-приемщиками заказов (*introducing brokers*). Задачей периферийных служб является оперативная работа с клиентами и оформление их заказов.

Центральные службы биржи находятся непосредственно в главном здании. Среди этих служб общими являются: операционный зал, головные офисы брокерских фирм, регистрационное бюро, информационная служба [2].

Операционный зал. Фьючерсные сделки по каждому товару происходят в отдельных операционных залах. Иногда операционный зал делится на специализированные секции, где совершаются сделки на определенные товары и их группы. В этом случае в операционном зале торговля ведется как минимум по четырем секциям. Такой порядок более характерен для бирж США. Например, на Чикагской товарной бирже в операционном зале имеются четыре секции, торговля в которых

ведется следующими видами фьючерсных контрактов: на сельскохозяйственную продукцию, на иностранную валюту, на процентные ставки по облигациям и на дивиденды по акциям. Количество секций определяется обычно руководством биржи в зависимости от номенклатуры основных товаров.

В то же время для западноевропейских бирж более характерным является отведение для каждого товара отдельного зала, либо комнаты.

Размеры, планировка и оборудование операционных залов могут быть различными, но в целом должны соответствовать определенным критериям удобства работы:

- залы и секции должны быть просторными, с тем чтобы в них могли находиться десятки и сотни брокеров,
- осуществление торговли в одной секции не должно мешать ведению операций в других,
- сведения о всех сделках, заключаемых на бирже, должны быть доступны всем участникам.

На первый взгляд, эти требования кажутся очевидными, но в действительности это чрезвычайно важно. Даже самые хорошо проработанные фьючерсные контракты не будут иметь успех, если торговое место слишком мало, географически недоступно для членов биржи и их служащих, или даже имеет дефекты акустики, препятствующие торговле методом «открытого выкрика». По мере роста объемов торговли вопрос соответствующего оборудования стал важной проблемой для многих бирж, так как требуется все больше места для членов биржи, их служащих и технического персонала самой биржи. К примеру, высокие потолки необходимы для расположения информации. Так, трудности с подысканием соответствующих помещений подтолкнули две чикагские биржи к строительству собственных зданий, в которых они начали торговлю в 1983 году.

Операционные залы крупнейших бирж занимают огромную площадь, которая колеблется от нескольких десятков до нескольких сот квадратных метров. На крупнейшей Чикагской торговой бирже площадь торговых залов достигает 5 тыс. кв. метров.

Необходимость в соответствующе оборудованном помещении стала главной причиной строительства Торгового центра в Нью-Йорке (Commodity Exchange center). В этом центре, открытом в 1977 г., находятся биржи Комэкс, Нью-Йоркская товарная биржа, Биржа кофе, сахара и какао-бобов и Биржа хлопка [3].

Операционный зал или его секция спланированы определенным образом, с тем чтобы максимально облегчить участникам торговли

технику заключения сделок. Так, на биржах США специализированные секции называются питами (ямами). Пит представляет из себя приподнятую восьмиугольную платформу со ступеньками, спускающимися вниз до уровня операционного зала. Такая конфигурация позволяет всем покупателям и продавцам видеть друг друга. Количество ступенек в «яме» соответствует числу месяцев, по которым ведется торговля фьючерсными контрактами, при этом верхняя ступенька отводится для ближайшей позиции, а нижняя— для самой дальней позиции, по которой, как правило, заключается меньше сделок. В яме торговцы располагаются в зависимости от месяца поставки, по которому они ведут торговлю, тем самым, торговец, занявший на каком-либо пите определенное место, уже сообщил своим коллегам, по какому товару и с каким месяцем поставки он собирается вести операции.

На европейских биржах место ведения операций иногда организуется в форме кольца (ринга), вокруг которого располагаются участники торговли. Подобная организация зала характерна, например, для Лондонской биржи металлов.

Головные офисы брокерских фирм часто находятся не в главном здании биржи, а в самостоятельных зданиях. В этом случае в помещении биржи у них, как правило, есть определенные служебные площади, которые занимают сотрудники брокерских фирм и комиссионных домов.

Место на бирже представляет собой отдельный столик или конторку, оборудованный телефонной и телексной связью и компьютером с выходом на информационное табло. Каждое место на бирже имеет свой номер. Таким местом на постоянной основе обладают ее члены. Для прочих участников существует возможность аренды брокерского места на определенный период.

Регистрационное бюро должно своевременно фиксировать все совершаемые сделки и давать информацию о них на информационное табло. Для этого возле пита или ринга (иногда в их центре) находятся сотрудники биржи, которые фиксируют совершаемые сделки и происходящее изменение цен. Эти сотрудники делятся на несколько категорий: учетчики цен; представители органов контроля за соблюдением торговых процедур; представители клиринговой палаты, устраняющие возможные торговые ошибки [6].

### **3.2.2. Средства связи и информации**

Каждая биржа должна обеспечивать инфраструктуру связи торгового зала и остального мира. Члены биржи должны иметь возможность быстро получать приказы от клиентов, и сообщать о заключенных сделках и текущей информации. Это требует наличия сети телефонов, телексов и других средств связи. В настоящий момент используются, как правило, дисплеи и видеомониторы, на которых появляются сообщения крупнейших телеграфных агентств о самых разных событиях, влияющих на торговлю. Большую роль играет информационное табло в операционном зале. Обычно оно располагается в центре зала, так, чтобы каждый участник торгов в любой момент мог получить необходимую информацию о сделках данного биржевого дня. На это табло постоянно поступает информация из регистрационного бюро, информационной службы и от участников торгов.

На большинстве ведущих бирж мира табло показывает также информацию по сделкам с остальными товарами данной биржи, цены фьючерсных сделок на других товарных, фондовых и валютных биржах, а также различные текущие сообщения (политические события, погода, забастовки, цены при продажах за наличные, отгрузки товара и т. д.).

Но биржа не только получает информацию, но и передает ее. Текущие и итоговые котировки рассылаются поставщикам коммерческой информации, которые в свою очередь представляют ее своим клиентам за соответствующую плату. Так, Чикагская торговая биржа рассылает такую информацию в более чем 50 адресов.

### **3.3. Процедура торговли**

В биржевом кольце (яме) торговля ведется в строго установленное время, называемое биржевой сессией, по четко оговоренным правилам. Биржевая сессия ограничена по времени дня, ее начало и конец жестко фиксированы и, как правило, обозначаются звонками. Так, на Чикагской торговой бирже каждый биржевой день торговля официально открывается звоном большого колокола, который используется в этих целях более 80 лет и уже вошел в историю. Сделки по фьючерсным контрактам не могут совершаться до того, как колокол извещает о начале сессии, а также после того, как он извещает о ее закрытии. По правилам других американских бирж точно также сделки, совершенные до начала и после окончания биржевого собрания, не



являются биржевыми и не регистрируются. К участникам торговли, нарушающим это правило, применяются штрафные и иные санкции. Это делается для обеспечения концентрации спроса и предложения во времени и в пространстве.

В Великобритании некоторые биржи относятся к торговле до и после сессии более либерально. Так, Лондонская биржа металлов в своем расписании даже предусматривает определенное время (10-15 минут до начала и после окончания сессии) для внебиржевой торговли, которая называется «керб». Однако такие сделки не регистрируются и не гарантируются биржей.

Установление времени биржевой сессии является не просто организационным моментом и имеет важное значение. Для каждого товара на бирже устанавливается свое расписание, учитывающее режим работы других бирж, торгующих данным товаром, как национальных, так и иностранных. Такой порядок позволяет учитывать информацию о ценах, сложившихся на других рынках, и способствует проведению арбитражных операций. Примером такого согласования являются биржи Нью-Йорка и Лондона, торгующие нефтью и нефтепродуктами. Расписание установлено таким образом, чтобы окончание торговли в Лондоне совпадало с ее началом в Нью-Йорке. Тем самым, на рынке этого товара обеспечивается практически круглосуточная возможность ведения биржевых операций.

Сами торги на биржах проводятся обычно 2 раза в день. Временные периоды с заранее установленным числом часов называются торговыми, или биржевыми, сессиями (обычно утренней и вечерней). Внутри сессии часто выделяют периоды по 30-40 минут, между которыми существуют 5-10-минутные перерывы.

На биржах США во время сессии сделки заключаются свободно между всеми членами биржи. На некоторых биржах Японии и Великобритании все биржевые сессии разбиты на несколько специальных сессий, во время которых сделки между членами биржи совершаются только через председателя сессии по очереди, т. е. в порядке поступления приказов на продажу и покупку. В промежутках между специальными сессиями ведется свободная торговля [3].

Существуют и примеры свободной торговли во время специальных сессий. Подобным образом, например, ведутся торги на Токийской бирже и на Лондонской бирже металлов. Наличие специальных сессий в таких случаях определяется другими причинами. К примеру, на ЛБМ в одном кольце совершаются сделки с несколькими товарами, но не одновременно, а по очереди. Поэтому там выделены

специальные 5-минутные сессии для торговли каждым металлом. Пройдя первый круг торгов, после небольшого перерыва операции возобновляются вновь по 5-минутным сессиям.

### *3.3.1. Правила торговли в биржевом кольце*

В биржевом кольце во время торгов можно наблюдать действие закона спроса и предложения, и цены складываются под влиянием личных оценок брокерами текущей ситуации [2].

В настоящий момент в мире существуют два метода ведения биржевого торга:

- публичный, при котором сделки заключаются путем выкриков, дублируемых иногда сигналами руками и пальцами,
- торговля «шепотом», используемая довольно редко в практике некоторых бирж Японии и Юго-Восточной Азии.

В биржевой практике публичная торговля основана на принципах двойного аукциона. Двойной аукцион предполагает, что увеличивающиеся предложения покупателей встречаются со снижающимися предложениями продавцов. При совпадении цен предложений продавца и покупателя заключается сделка.

Метод двойного аукциона считается наиболее эффективным вариантом открытого торга, при котором цена лучше всего отражает текущее соотношение спроса и предложения.

Проведение двойного аукциона основывается на определенных правилах, которые с небольшими модификациями можно наблюдать в практике всех бирж. Законными считаются только сделки, заключенные в ходе открытых биржевых торгов. Заключение сделок между партнерами в обход биржи карается вплоть до уголовного преследования.

Предложения продавцов и покупателей одновременно выкрикиваются ими. Торг предполагает итоговое сближение цен. Для удобства ведения торга на каждой бирже устанавливается минимальный размер изменения цены, своеобразный шаг в торговле с партнером. При этом в правилах обычно оговаривается, что в ходе торга продавцы не могут называть цену большую, а покупатели меньшую, чем уже была названа. Например, если кто-то из продавцов назвал цену 4,5 долл., а шаг составляет 10 центов, то другие могут назвать тоже 4,5 долл. или 4,4 долл., но не 4,6 долл. Если покупатель называет 3,9 долл., то другие покупатели могут дать ту же цену или 4,0 долл., но не меньшую. В итоге цены предложений сторон движутся друг к другу.

Иногда в ходе аукциона несколько участников делают предложение по одинаковой цене. В этом случае приоритетное право получает торговец, первым выкрикнувший эту цену. Если же первенство определить невозможно, то предпочтение отдается тому брокеру, кто сделал самое крупное предложение, т. е. на большее число контрактов. В этом случае для других брокеров невыполнение заказа своих клиентов считается объективной причиной, и соответствующие брокерские конторы не несут перед клиентом ответственности за невыполнение заказа.

Для идентификации предложений продавцов и покупателей установлен и различный порядок выкриков: покупатели выкрикивают сначала цену, затем количество, а продавцы, наоборот, сначала количество, затем цену.

После заключения сделки брокеры в кольце должны вписать информацию о ней в торговую карточку или в состоящий из нескольких листов бланк приказа. Например, информация о каждой заключенной сделке с долгосрочными казначейскими облигациями на биржах США, вписанная в торговую карточку включает: позицию контракта, цену, инициалы торговца, фамилию другого торговца, название клиринговой фирмы, обслуживающей противоположную сторону в сделке, а также код, указывающий на время заключения сделки. Эти торговые карточки представляют собой первоначальную учетную документацию, и уже из них данные передаются в расчетные фирмы продавца и покупателя [3].

Значки торговцев. Ввиду того, что все сделки должны быть зарегистрированы, торговцы должны быть в состоянии идентифицировать друг друга. Каждый торговец имеет на груди значок, цвет которого показывает, какими торговыми привилегиями он может пользоваться. Так, на Чикагской торговой бирже желтые значки имеют полные члены, красные значки – ассоциированные члены, зеленые значки – члены КОМ (рынок опционов на товарные контракты) и черные значки – члены ИДЕМ (рынок индексов акций и драгоценных металлов). На каждом значке имеется надпись, состоящая не более чем из трех букв, с помощью которой каждый торговец регистрирует свои сделки.

Форма торговцев. Правилами бирж предусматривается, что персонал операционного зала должен носить жакеты и галстуки. При пошиве обычного костюма не учитываются специфические требования работы в яме. Так была придумана альтернатива строгому костюму – легкий, просторный жакет, в котором торговец может двигаться свободно.

Брокерские фирмы содержат большой штат брокеров, работающих в операционном зале. Для того чтобы они могли найти друг друга в толпе операционного зала, брокеры одеты в жакеты одинакового цвета, на которых иногда могут быть написаны названия их компаний или их рекламные лозунги. Это во многом похоже на то, как спортивные команды имеют униформу.

Независимы торговцы часто носят жакеты, цвета которых выбирают сами. А иногда они одеты в жакеты такого же цвета, как и символика той фирмы, которая осуществляет расчеты по их сделкам.

Система сигналов. Кроме выкриков предложений торговцы в пите пользуются системой сигналов, подаваемых жестами. На разных биржах приняты разные системы знаков, но в принципе во всех есть общие моменты. На многих американских биржах о намерениях торговца купить или продать свидетельствует положение кисти его руки: если он держит руку ладонью к себе, то он выступает как покупатель, а если он держит ее ладонью от себя – как продавец. Вертикально поставленные пальцы показывают количество контрактов, которые брокер хочет купить или продать. Держа пальцы и руки горизонтально, брокер показывает размер надбавки или скидки с последней объявленной цены на покупку или продажу. При этом знак большого пальца руки, отведенной в сторону, показывающий движение вниз, означает «опустить цену». Знак большого пальца руки, отведенной в сторону, показывающий движение вверх, означает «поднять цену». Ладонь на уровне груди, повернутая вниз, означает «цена зафиксирована».

Каждый участник биржевого торга несет ответственность перед клиентом и своей клиринговой фирмой. Поэтому в правилах часто оговаривается, что после окончания биржевого торга все сделки должны быть уточнены сторонами в течение короткого времени (15-20 минут). Все возможные ошибки устраняются на месте, а если это невозможно, то дело передается в арбитражный комитет. На большинстве современных бирж для регистрации сделок используются специальные компьютерные системы большой мощности, позволяющие за минуту регистрировать более сотни сделок.

Завершая рассмотрение функций и обязанностей фьючерсных бирж, остановимся еще на двух моментах, обязательных для организации их работы.

Правила, соответствующие законодательству и соблюдаемые всеми участниками рынка. Фьючерсная биржа должна иметь правила, устанавливающие все особенности ведения операций. Например,

каковы требования принятия в члены биржи? Как разрешаются жалобы клиентов относительно исполнения их приказов? Каков должен быть объем финансовых ресурсов брокера? Своды правил фьючерсных бирж содержат сотни страниц и постоянно пересматриваются в зависимости от изменения условий рынка и нормативных требований [2].

Продуманные фьючерсные контракты. В современных условиях связь между фьючерсной биржей и фьючерсными контрактами усложнилась. Фьючерсным контрактам нужна биржа как место их заключения, в свою очередь, фьючерсной бирже нужны удачные фьючерсные контракты. По мере изменения ситуации биржам необходимо вводить новые фьючерсные контракты, а устаревшие фьючерсные контракты должны сниматься. Вот два довольно интересных примера.

Во-первых, в 1974 г. 77% всего оборота Нью-Йоркской товарной биржи приходилось на фьючерсные контракты на картофель. В 1986 г. – 87% всего оборота этой биржи составляют фьючерсные контракты на нефть и нефтепродукты.

Во-вторых, в 1974 г. объем торговли фьючерсными контрактами на финансовые инструменты на Чикагской товарной бирже составлял всего 4% от всего ее оборота. В 1986 г. объем финансовых контрактов превысил традиционные для этой биржи сельскохозяйственные контракты и составил примерно 85% всего оборота биржи.

В настоящее время Нью-Йоркская товарная биржа (NYMEX) одна из крупнейших в мире, занимающаяся торговлей как фьючерсными, так и опционными контрактами на нефть, бензин, природный газ, котельное топливо, электричество, а также золото, серебро, алюминий и платину. В 2008 году объединенная NYMEX вошла в состав CME group (Чикагская товарная биржа). Это крупнейшая товарно-сырьевая биржа мира. Наиболее известные инструменты, оборот которых происходит в рамках CME, – это товарные фьючерсы на древесину, крупный рогатый скот, древесину, а также валютные фьючерсы – евро, британский фунт, японская иена.

COMEX – это известная товарная биржа (Commodity Exchange Inc. of New York, КОМЕКС), расположенная в Нью-Йорке, США, в настоящее время совместно с товарными биржами CBOT (Chicago Board of Trade) и NYMEX (New York Mercantile Exchange) входит в состав объединенного биржевого холдинга, действующего под брендом CME Group (Chicago Mercantile Exchange), имеет длительную историю и солидную репутацию в мировом экономическом сообществе. Биржа COMEX является одной из крупнейших в мире биржевых площадок по

торговле фьючерсными контрактами на основе реальных товаров, что произошло после ее слияния в 1994 г. с Товарной биржей NYMEX, после чего обе эти биржи стали действовать как самостоятельные подразделения CME Group. Подразделение NYMEX торгует фьючерсными контрактами и опционами на легкую сырую нефть, топливный мазут, неэтилированный бензин, природный газ и платину; фьючерсными контрактами на сырую нефть, пропан и палладий; экспериментальными спред-опционами (межтоварными спредами) на топливный мазут, сырую нефть и неэтилированный бензин. Подразделение COMEX торгует фьючерсными контрактами и опционами на металлы – медь, золото, серебро и пр., а также, помимо этого, ведется торговля товарными опционами и фьючерсными контрактами. Логотип фьючерсной биржи Comex COMEX – это срочная товарная биржа, входящая, в настоящее время, в состав ведущей товарной биржи CME (Chicago Mercantile Exchange), которая в сфере электронной торговли под брендом CME Group, кроме COMEX, объединяет в себе товарные биржи CBOT (Chicago Board of Trade) и NYMEX (New York Mercantile Exchange).

### **3.4. Организационная структура и управление биржей**

Товарная биржа представляет собой самостоятельное специализированное учреждение, юридическое лицо, выражающее интересы добровольного объединения коммерческих посредников и их служащих для проведения торговых операций в специальном месте, по совместно разработанным и соблюдаемым правилам.

С юридической точки зрения биржи во всех странах являются официально зарегистрированными объединениями, создаваемыми в различных правовых формах. Чаще всего используется форма товарищества с ограниченной ответственностью, общества с ограниченной ответственностью либо акционерного общества.

По отношению к общему биржевому имуществу все члены биржи выступают как совладельцы, но одновременно являются собственниками внесенных вкладов и извлекаемых доходов. Они образуют коллектив (сообщество или ассоциацию) в западных странах чаще всего физических, но иногда и юридических лиц, т. е. отдельных граждан и организаций, получающих торговую прибыль в специфической форме – комиссионных, биржевых и брокерских сборов.

Таким образом, фьючерсные биржи в большинстве случаев организованы как корпорации, управляемые своими членами. В США исключением является Нью-Йоркская фьючерсная биржа, которая принадлежит Нью-Йоркской фондовой бирже.

В развитых государствах товарные биржи функционируют как бесприбыльные учреждения. Причем, как и благотворительные и религиозные организации, такие биржи имеют некоммерческий статус и зачастую пользуются существенными налоговыми льготами.

Сама биржа не осуществляет торговых операций от своего имени за исключением таких, которые необходимы для поддержания ее функционирования. В США отдельные биржи, в особенности крупнейшие, для поднятия своего престижа иногда указывают в своих годовых отчетах чисто символическую прибыль, например, 500-1000 долл. при оборотах в миллиарды. Биржам разрешается также продавать и покупать на других, в основном фондовых, биржах ценные бумаги товарных бирж [2].

Конечно, современный некоммерческий статус ведущих бирж не является чем-то извечно данным. В эпоху становления биржевой торговли их коммерческий характер не вызывал сомнения и в развитых странах. Однако в дальнейшем произошло изменение в понимании функции биржи для ее членов.

Деятельность биржи как коммерческой организации предполагает, что ее участники являются инвесторами и ожидают доходов на вложенный капитал. Возможным способом увеличения доходов инвесторов в таком случае становится удорожание биржевой торговли для ее клиентов путем увеличения различного рода платежей, сборов и т.д. Однако на определенном этапе это начинает тормозить дальнейшее увеличение операций на бирже и тем самым ограничивает возможности получения прибыли членами биржи от их торговой деятельности, т.е. в виде комиссионных с клиентов. В итоге члены биржи пришли к пониманию того, что более рациональным является существование самой биржи как бесприбыльного предприятия, основной целью которого является обеспечение торговой деятельности своих членов, а прибыль от членства на бирже обеспечивается активной работой с клиентами.

Хотя прибыль не является целью для самих фьючерсных бирж, но предоставление возможностей для своих членов получать прибыль за счет торговли либо исполнения приказов клиентов является главной целью фьючерсной биржи. Именно в связи с тем, что членство на фьючерсной бирже дает возможность получения прибыли,

индивидуальные лица и организации соглашаются платить за привилегию быть членом фьючерсной биржи.

Собственность биржи как юридического лица складывается из:

- а) имущества и вкладов, переданных членами-участниками в качестве уставного капитала;
- б) продукции (услуг), созданных работниками биржи в период ее деятельности;
- в) полученных доходов в виде ежегодных взносов членов-участников, сборов с биржевых операций, платы за предоставляемые услуги, штрафов за нарушения, платежей посетителей;
- г) иного имущества в денежной и натуральной форме, приобретенного за свой счет.

Как правило, указанный в уставе капитал бирж делится на определенное количество биржевых сертификатов, и каждый член биржи должен владеть по крайней мере одним из них.

### ***3.4.1. Руководящие органы биржи***

Как отмечалось выше, большинство фьючерсных бирж представляет собой корпорации, управляемые своими членами. Кроме членов руководство биржей осуществляется администрацией (оплачиваемый персонал).

Органы управления биржи включают три основных уровня, соответствующих широте полномочий каждого из них. Высшим органом является общее собрание участников-членов биржи, являющееся в определенной степени законодательным органом [2].

Исполнительные функции выполняет Совет директоров (управляющих) (Board of Governors), обладающий правом контролировать деятельность остальных служб и разрабатывать главные направления деятельности биржи, устанавливать и корректировать правила биржевой торговли. Совет директоров избирается членами фьючерсной биржи и состоит как из членов данной биржи, так и, в большинстве случаев, из нескольких внешних директоров и специальных экспертов.

Количественный состав совета определяется самой биржей и составляет обычно 15-25 человек. Например, на товарной бирже COMEX в Нью-Йорке в Совет директоров входят 25 человек, которые представляют 4 категории членов: торговцев реальным товаром, брокеров в биржевом кольце, комиссионные дома и публику. Первые три группы имеют по 7 мест, четвертая – 3. Кроме того? самостоятельно



избирается председатель Совета директоров. На Чикагской торговой бирже в Совет директоров входят избираемый председатель, 2 заместителя председателя, 18 директоров и 4 директора от общественности и президент биржи.

Политика биржи проводится в жизнь комитетами, которые состоят из членов биржи, назначаемых Советом директоров. Члены комитетов работают без соответствующей оплаты. Они выносят рекомендации и помогают Совету директоров, а также выполняют конкретные обязанности по функционированию бирж.

Текущее управление биржей осуществляет исполнительный комитет, возглавляемый президентом, который назначается с одобрения совета директоров. Так, на Чикагской торговой бирже исполнительный комитет представлен президентом, первым вице-президентом и 19 вице-президентами. Управляющий персонал проводит политику и осуществляет решения, принятые Советом директоров и комитетами.

Кроме управляющего персонала, на каждой бирже есть свой штат сотрудников. Наемный персонал биржи не имеет каких-либо прав по торговле и права голоса. Количество персонала и его обязанности определяются Советом директоров. Так, штат Чикагской товарной биржи составляет более 800 человек, Чикагской торговой биржи – около 600 человек, а Нью-Йоркской биржи хлопка – около 70 человек.

Согласно правилам, предписаниям и инструкциям большинства бирж фьючерсной торговли служащие, не являющиеся их членами, имеют очень конкретные, четко определенные должностные обязанности. Например, посыльные, курьеры и клерки уполномочены доставлять и получать сообщения, выписывать брокерские карточки на подтвержденные заказы, работать на телетайпных аппаратах и выполнять простые технические операции по делопроизводству и телефонной связи. Контролеры сделок имеют право только проверять сделки.

Большое значение для нормального функционирования биржи имеет деятельность различных комитетов. Число комитетов может колебаться от 8 на бирже в Канзас-Сити до 40 на Чикагской торговой бирже. Комитеты имеют разные названия на разных биржах, однако основными, которые встречаются практически на каждой бирже, являются: комитет по приему новых членов, арбитражный комитет, комитет по деловой этике, наблюдательный комитет, контрольный комитет, комитет по новым товарам, клиринговый комитет, контрактный комитет, котировальная комиссия и ряд других.

Комитет по приему новых членов (committee on admission) рассматривает все обращения о вступлении в члены биржи, встречается с кандидатом, чтобы установить, отвечает ли он финансовым требованиям биржи, какими личными качествами обладает и т. п. Рекомендации комитета представляются Совету директоров, который решает вопрос о принятии кандидата в члены биржи [2].

Арбитражный комитет (Arbitration committee) назначает арбитров для решения споров между членами, а также в случае обращения клиентов-нечленов при возникновении споров между ними и членами биржи. Рассматриваться могут споры по качеству, срокам исполнения приказов клиентов, срокам поставки, платежа и др. Этот комитет не наделен правом принимать решения, обязательные к исполнению сторонами конфликта. Это своего рода согласительная комиссия. При неудовлетворенности сторон дело передается в судебные инстанции.

Комитет по деловой этике (committee on business conduct) выполняет функцию жюри заседателей по внутренним дисциплинарным вопросам биржи. Если персонал биржи считает, что член биржи нарушил ее правила, он может вынести этот вопрос на рассмотрение комитета. На комитете выносится решение об обоснованности такого заявления. В случае, если комитет посчитает, что нарушение имело место, он дает разрешение представителю персонала биржи представить жалобу члену биржи, а сам передает вопрос для решения в наблюдательный комитет. Так, если брокер в торговом зале подозревается в недолжном исполнении приказа клиента, ситуация сначала рассматривается служащими фьючерсной биржи, а затем выносится на обсуждение в комитет по деловой этике.

Наблюдательный комитет (Supervisory committee) рассматривает споры и выносит решения по всем дисциплинарным вопросам, которые ему передает комитет по деловой этике. Он заслушивает показания как персонала биржи, так и провинившегося члена, решает, было ли нарушение, и выносит наказание.

Контрольный комитет (Control committee) ведет наблюдение за деловой активностью на бирже, величиной открытой позиции, за тем, как идет ликвидация контрактов с истекающими сроками поставки, за ходом поставки реального товара по биржевым контрактам, концентрацией биржевых контрактов в руках отдельных фирм, чтобы препятствовать созданию искусственного дефицита на складах биржи и манипуляции с ценами. Так, если к наступлению срока поставки остается неликвидированным слишком большое число контрактов, контрольный комитет проводит расследование и может рекомендовать

обязательную ликвидацию биржевых контрактов, если считает, что существует опасность создания искусственной нехватки товара.

Комитет по новым товарам (New product committee) изучает потенциальные возможности торговли новыми товарами на бирже. Совместно с персоналом биржи проводит оценку эффективности введения новых контрактов, наблюдает за подготовкой экономических исследований и других материалов по обоснованию и ведению торговли новыми товарами.

Ринговый комитет или комитет по торговому залу (Floor committee) наблюдает за тем, как брокеры заключают сделки в биржевом кольце. Комитет может наказать члена биржи за нарушение правил поведения в биржевом кольце. Например, если брокер делает предложение продать или купить контракты в форме, которая не соответствует принятой на бирже, член комитета тут же на месте может наложить на него штраф. На бирже COMEX член рингового комитета имеет право по собственному усмотрению штрафовать на сумму до 1 тыс.долл. за каждое нарушение. На других биржах порядок наложения взысканий и размер штрафов могут быть иными.

Котировальная комиссия (Quotation committee) является весьма важным подразделением биржи. Ее основная задача – организовать учет различных видов цен при совершении сделок. Комиссия определяет котировальные цены, которые должны быть представлены в справочнике, называемом биржевым бюллетенем. Для его составления надо собрать сведения по заключенным сделкам, систематизировать их, разработать методику публикаций котировок, а также разработать порядок определения расчетной котировки. Котировальная комиссия также поставляет в информационно-справочный отдел данные об итогах торговли и тенденциях на рынках [2].

Кроме указанных, на товарных биржах есть еще ряд подразделений, важных для выполнения функций биржи. Так, экспертные бюро бирж осуществляют экспертизы предъявляемых товаров, выявляет их соответствие условиям биржевого контракта. Регистрационное бюро отвечает за регистрацию биржевых сделок и определение их соответствия правилам торговли на данной бирже. Информационно-справочный отдел является источником сведений о работе биржи и условиях подключения к торговому процессу. Он распространяет рекламные-аналитические публикации, дает справки о бирже и предоставляет другие услуги.

Эти и другие комитеты составляют структуру управления фьючерсной биржи. Однако, поскольку члены фьючерсной биржи не

получают компенсации за работу в комитетах, они не могут все время посвятить этой деятельности. Как совет директоров, так и комитеты имеют штат служащих, которые осуществляют каждодневное управление фьючерсной биржей.

Служащие биржи не являются ее членами, не имеют торговых привилегий и не голосуют по вопросам, решаемым комитетами и советом директоров. Однако члены биржи учитывают рекомендации служащих.

### **3.5. Членство на бирже**

На биржах США разрешается только индивидуальное членство. На биржах других стран разрешается как членство физических лиц, так и юридических лиц. На каждой фьючерсной бирже число членов установлено советом директоров и периодически пересматривается. Если все места распределены, то новым членом биржи можно стать, только купив место у другого члена. Каждая фьючерсная биржа имеет такой «вторичный рынок» мест, со своими ценами предложения и покупки. Число членов на той или иной бирже различно и зависит от порядков, установленных на ней. С изменением объектов торговли меняется и число членов.

При определении количества членов бирже необходимо найти баланс между ликвидностью и «растворением». Если число членов будет небольшим, то персонал не сможет обслуживать большой объем операций. Но если членов биржи будет слишком много, то возможности фьючерсной торговли будут распределены на большое количество людей, и ценность индивидуального членства снизится. Биржи имеют весьма различную точку зрения на оптимальное количество членов. Так, число полных членов на биржах США колебалось от 202 на бирже Канзас-Сити до 1680 на Нью-Йоркской фьючерсной бирже.

Члены биржи, имеющие право совершать на ней торговые операции, подразделяются на несколько категорий в зависимости от полноты их прав и полномочий. Эти особые категории членства имеют специальные наименования, которые различаются в разных странах [3].

На американских биржах предприниматели, действующие непосредственно в операционном зале, делятся на несколько категорий:

1. Полные члены. По американскому законодательству ими могут быть только частные лица, получившие доступ в биржевое кольцо всех торговых секций данной биржи. Число полных членов ограничено количеством постоянных брокерских мест.

Итак, каждым отдельным местом на бирже владеет один человек, однако компании, корпорации, товарищества и кооперативы могут быть зарегистрированы на бирже для получения определенных привилегий.

2. Неполные или ассоциированные члены. К этой категории относятся брокеры и дилеры, имеющие право торговать только определенными товарами. Например, ассоциированное членство на Чикагской торговой бирже позволяет вести торговлю на финансовом фьючерсном рынке и на некоторых других.
3. Специальные члены, приобретающие членство по интересам. Ввиду формального запрета на членство для юридических лиц, компании, желающие получить доступ в брокерское кольцо, приобретают торговые привилегии и через доверенных брокеров, особенно при осуществлении долговременных операций, могут участвовать в торгах практически напрямую. Например, на Чикагской торговой бирже члены категории ИДЕМ (IDEM) работают в секции фьючерсных контрактов с индексами акций и драгоценных металлов, а члены категории КОМ (COM) могут вести торговлю по всем видам опционов на фьючерсы, которые перечислены в товарной категории опционных рынков. Члены категории ГИМ (GIM) ведут операции в секции государственных финансовых инструментов.
4. Члены расчетной палаты. Таковыми обычно являются компании, корпорации, торговые дома, финансовые институты, брокерские фирмы. В связи с тем, что расчетные палаты почти всегда функционируют как акционерные общества, они на биржах по сути становятся скрытыми инвесторами.

Наряду с указанными выше категориями участников бирж могут быть и временные держатели прав–арендаторы торговых прав (trading rights leaseholders), которым сдают свои места постоянные члены биржи.

На большинстве бирж есть возможность выбора, вступать в расчетную палату или нет. Трейдеры обычно не делают этого. На некоторых биржах члены расчетной палаты обязаны купить несколько мест. Например, в Ассоциации каучука Сингапурской товарной биржи необходимо купить минимум 4 места, чтобы стать членом расчетной палаты.

Для членов биржи и расчетной палаты действуют льготные ставки биржевых сборов. Им также предоставляются серьезные скидки при пользовании услугами биржевых служащих и сотрудников.

Биржи Великобритании имеют ряд особенностей членства. Так, на английских биржах можно встретить следующие категории членства:

1. Полное членство, дающее право осуществлять сделки за свой счет и за счет клиентов и участвовать в управлении биржи.
2. Ассоциированное членство – этому члену не разрешено заключать сделки в биржевом кольце, но он уплачивает меньшую комиссию по сделкам полному члену биржи, чем нечлены биржи. Ассоциированные члены могут быть национальными и иностранными. Они не имеют права голоса.
3. Местное членство – дает право вести торговлю за свой счет, за счет полных членов биржи и за счет других местных членов. Они также не имеют права голоса.

Рассмотрим для примера институт членства на Международной нефтяной бирже. Среди членов этой биржи различаются несколько категорий участников. Наибольшими правами обладают полные члены (floor members). Эта категория членов является единственной, имеющей право голоса на общем собрании членов биржи. Каждый из полных членов должен иметь по крайней мере одно из 70 мест, имеющихся в настоящее время на бирже. Полные члены имеют также право на заключение всех видов сделок на бирже и право на ведение расчетов по контрактам биржи. Статус полного члена дает право его обладателю вести операции за свой счет, за счет других членов биржи, а также за счет нечленов биржи.

Второй группой членов являются ассоциированные члены биржи (trade associate members). Их количество неограниченно и они не имеют права голоса. Условием этого членства является наличие непосредственных интересов в области производства, переработки или торговли нефтью или нефтепродуктами.

Третья категория членов – местные члены (local members). В настоящий момент их число составляет 55. Это физические лица, которые ведут торговлю за свой счет и могут также осуществлять операции по поручению полных членов или других местных членов, но не для клиентов. Статус местного члена дает право на осуществление всех видов операций на бирже.

Как видим, общее число участников биржевых операций, которые могут находиться в кольце или яме, намного превышает официально установленное число полных членов биржи. Для сравнения, на Чикагской торговой бирже число полных членов составляет 1409, а общее число членов доходит до 3490, так как к полным членам

добавляются 716 ассоциированных членов, 257 членов со статусом ГИМ, 547 членов со статусом ИДЕМ и 568 членов со статусом КОМ.

Другая ведущая биржа мира – Чикагская товарная – имеет 2724 члена, среди которых 625 представляют саму биржу, 812 членов представляют Международный валютный рынок, являющийся отделением биржи, и 1287 членов представляют рынок индексов и опционов, который также является отделением биржи.

На Нью-Йоркской бирже кофе, сахара и какао из 777 членов биржи 527 являются полными членами и 250 ассоциированными членами.

Специфические требования для передачи торговых привилегий различны на разных биржах. Некоторые из них устанавливают, что эти привилегии могут быть переданы только при двух или трех индивидуальных местах. Большинство бирж требуют, чтобы хотя бы один партнер или менеджер высшего звена был членом биржи для того, чтобы передать привилегии.

В последние годы на некоторых биржах произошли существенные изменения в составе членов, отражающие изменения функций самих фьючерсных рынков [3].

## ГЛАВА 4. МАРЖА И МЕХАНИЗМ КЛИРИНГА

### 4.1. Понятие маржи во фьючерсной торговле

Неотъемлемым элементом торговли на фьючерсном рынке являются безналичные расчеты, осуществляемые через клиринговую (расчетную) палату. Однако такая система существовала не всегда. Так, в прошлом веке товарные биржи были рынками торговых сделок с уплатой наличными. Посредниками на них между покупателями и продавцами стали специализированные торговцы– брокеры, которые взяли на себя не только услуги по осуществлению сделок, но и перевод денег и ведение счетов. При ведении счетов брокеры использовали особый метод учета, который получил название *кольцевого*. Этот метод позволял осуществлять расчеты между клиентами при многократной перепродаже товара наиболее эффективным способом.

Кольцевой метод расчетов действовал на фьючерсных рынках примерно до 20-х годов XX века, пока он еще мог удовлетворять нужды фьючерсных рынков. Однако рост фьючерсных операций и увеличение связанных с ними рисков привели к появлению клиринговой системы расчетов по сделкам, а также особого подразделения биржи – клиринговой (расчетной) палаты.

В настоящее время каждая фьючерсная биржа имеет клиринговый механизм, который гарантирует все сделки на рынке, как только они зарегистрированы. Появление расчетной палаты сменило существовавший до этого порядок гарантирования сделок, который назывался «рынок принципалов». Рынок принципалов предполагал, что члены биржи, заключающие сделки в кольце по поручению клиентов, выполняют свои обязательства по этим контрактам как непосредственные участники договора (принципалы). Они несли всю ответственность за выполнение обязательств по сделкам сторонами. При такой системе расчетов у клиентов было преимущество в том, что отсутствовала необходимость внесения собственных средств в качестве финансовой гарантии выполнения биржевого контракта, и это удешевляло для них биржевую торговлю.

Система расчетных палат сменила рынок принципалов практически на всех ведущих биржах мира. До последнего времени (1986-1987 гг.) она еще сохранялась на Лондонской бирже металлов. Прежний порядок расчетов был предпочтительнее для того этапа биржевой торговли, когда основная часть сделок носила чисто торговый характер, т. е. за покупкой и продажей контрактов стояла реальная



потребность в товаре или сам товар. При этом члены биржи, ведущие торговлю в кольце, должны были иметь крупные финансовые средства, чтобы в любых случаях гарантировать выполнение обязательств клиентов. На современных биржах велик объем спекулятивных операций, в определенных экономических ситуациях он резко возрастает, что может вести к неплатежеспособности клиентов, а за ними – и членов биржи. Например, такая ситуация сложилась на рынке олова ЛБМ в 1985 г., когда международная организация по олову не смогла оплатить своих обязательств, и члены биржи были вынуждены внести собственные средства и потерпели убытки свыше 300 млн. долл., а торговля оловом на ЛБМ была прекращена до 1989 г.[1]

Основой клиринговых расчетов является система депозитов или гарантийных взносов, которые требуются от участников фьючерсных операций. В биржевой практике такие депозиты получили название *маржи*.

Маржа является своеобразной кровеносной системой фьючерсного рынка. Каждый день с изменением цен миллионы долларов маржевых средств перемещаются от участников фьючерсных операций к их клиринговым фирмам и между этими клиринговыми фирмами и расчетной палатой биржи. Безупречное функционирование этой системы является жизненно важным для фьючерсного рынка, поскольку она представляет гарантию того, что все участники рынка выполняют свои финансовые обязательства по фьючерсным позициям.

Термин «маржа» имеет множественное толкование. Так, на рынке ценных бумаг маржа означает деньги, взятые займы у брокерской фирмы для покупки ценных бумаг. Процент наличных средств, который должен быть помещен у брокера для покупки ценных бумаг по марже, устанавливается в США Федеральной резервной системой и с 1974 г. составлял 50% для обыкновенных акций. Таким образом, инвестор может купить на 20 тыс.долл. ценных бумаг, внося 10 тыс.долл., и позаимствовав остальные у брокера. За займ платятся проценты, а ценные бумаги выступают в качестве обеспечения.

Маржа на фьючерсном рынке отличается от маржи на рынке ценных бумаг как по концепции, так и по механизму. Поскольку фьючерсный контракт не предполагает немедленной поставки обозначенной ценности, то не требуется и полной оплаты. Фьючерсная маржа представляет собой не частичный платеж за что-то купленное, а гарантийный депозит, назначение которого – защитить продавца от неисполнения контракта покупателем, если цены упали, и покупателя от продавца, если цены выросли.

Прежде чем решиться на осуществление фьючерсных операций, участникам необходимо понять, как функционирует система залогов по фьючерсным сделкам, каков уровень этого залога и меняется ли он, и ряд других вопросов.

Во фьючерсной торговле существуют два вида маржи:

- первоначальная маржа (original margin) – является депозитом, который вносится при открытии фьючерсной позиции,
- вариационная маржа (variation margin) – представляет собой перевод денежных средств, который обеспечивает соответствие стоимости обеспечения новой стоимости контракта после изменения цен.

Как первоначальная, так и вариационная маржа возникают во взаимоотношениях биржи и участников фьючерсных операций, а также во взаимоотношениях клиринговой палаты и ее фирм-членов. Это можно сформулировать следующим образом:

1) фьючерсная биржа устанавливает требования в отношении минимальной величины первоначальной и вариационной маржи, которые члены биржи должны предъявлять к своим клиентам (в зависимости от того, являются ли эти клиенты сами членами или нечленами биржи). Этот вид маржи можно условно назвать «маржа биржи»;

2) клиринговая палата устанавливает требования в отношении уровня маржи, которую клиринговые фирмы должны поддерживать в расчетной палате. Эти цифры обычно (но не всегда) те же самые или меньше, чем те, которые требуются от клиентов членами биржи. Этот вид маржи можно условно назвать «клиринговой маржой».

Важно отметить, что член биржи может и не быть членом расчетной палаты. Если он член расчетной палаты, то он использует требования биржи в отношении маржи для своих клиентов и требования расчетной палаты в своих расчетах с расчетной палатой. Если член биржи не является членом расчетной палаты, он должен быть клиентом члена расчетной палаты. В этом случае он использует биржевые требования к своим клиентам, а также к нему применяются те же требования как к клиенту клиринговой фирмы.

Некоторые брокерские фирмы, прежде всего ФКМ, ведут фьючерсные счета для клиентов, но сами не являются членами ни биржи, ни расчетной палаты. Такие брокерские фирмы сами являются клиентами клиринговых фирм.

Поскольку биржи существуют независимо друг от друга, одна фирма может иметь различный механизм перевода маржи в операциях с

разными биржами. Например, фирма А является членом Чикагской торговой биржи и клиринговой фирмой этой биржи, но только членом Комэкс. В этом случае фирма А будет собирать биржевую маржу со своих клиентов, оперирующих как на одной, так и на другой бирже. Однако эта фирма переведет клиринговую маржу по операциям на Чикагской торговой бирже, но биржевую маржу по операциям на Комэкс. В последнем случае она будет действовать через фирму Б, являющуюся клиринговой фирмой Комэкс.

#### **4.2. Первоначальная маржа**

Каждый участник, который покупает или продает фьючерсные контракты, независимо от того, осуществляет он торговлю самостоятельно или через брокера, имеет специальный счет для учета суммы залога (margin account) [1].

Сумма денег, которую клиент должен внести брокерской фирме, когда открывает свою позицию, называется первоначальная маржа (original margin или initial margin). Когда клиент размещает заказ, ему необходимо направить чек уплаты маржи (performance bond margin) своему брокеру либо клиринговой фирме. Этот шаг является финансовой гарантией, требуемой как от покупателей, так и от продавцов в качестве того, что обязательства по фьючерсному контракту будут выполнены.

Минимальный уровень этой маржи устанавливается биржей, на которой совершается операция, в виде фиксированной суммы на каждый контракт и зависит от уровня цен, стабильности цен и других факторов. Первоначальная маржа устанавливается в стоимостном выражении и обычно составляет порядка 2-10% стоимости фьючерсного контракта. Требования по этой марже меняются только в случае существенных сдвигов уровня котировок контракта. В нормальных условиях величина первоначальной маржи уточняется вверх или вниз только несколько раз в течение года, однако в периоды очень резких и быстрых изменений цен размеры маржи могут уточняться еженедельно, а иногда и ежедневно.

Кроме уровня цены на маржу влияет ценовая неустойчивость. Как отмечено выше, маржа порядка 2-10 % от стоимости контракта – это нормальное явление. В периоды высокой неустойчивости цен и высокого риска биржа может установить маржу на верхнем пределе – 10% и даже выше. Так, во время стремительного повышения цен на

рынке серебра в 1-м квартале 1980 г. биржа установила 50%-ю маржу с целью защитить клиентов и клиринговые фирмы.

Устанавливая уровень маржи, фьючерсные биржи и расчетные палаты находятся под воздействием противоречивых факторов. С одной стороны, маржа должна быть достаточно низкой, чтобы обеспечить более широкое участие, увеличивающее ликвидность рынка. С другой стороны, она должна быть достаточно высока, чтобы обеспечить финансовую целостность контракта.

Важно понимать, что залог (депозит) не является стоимостью операций по торговле фьючерсами. Деньги, которые клиент переводит на специальный счет, являются его собственностью до тех пор, пока в результате какой-нибудь неудачной операции он их не потеряет.

#### ***4.2.1. Маржа брокерского дома***

Биржа устанавливает минимальные требования в отношении первоначальной маржи, а каждая брокерская фирма-член биржи может ввести более высокие требования для своих клиентов. Маржа брокерского дома (house margin) – это сумма первоначальной маржи, которую брокерский дом требует от среднего клиента. Обычно для спекулятивных операций маржа брокерского дома выше, чем минимальный уровень, установленный биржей, хотя конкуренция среди брокерских фирм, как правило, препятствует установлению уровня маржи существенно выше минимального. И конечно, ни в коем случае, маржа брокерского дома не может быть меньше, чем минимум, установленный биржей.

Маржа брокерского дома может быть повышена и понижена брокерской фирмой в любой момент и на любую сумму, пока это не затрагивает минимума, установленного биржей. Например, маржа дома может быть повышена, хотя биржевая маржа останется на прежнем уровне. Если биржа повышает уровень маржи, брокерский дом не обязан повышать свою маржу до тех пор, пока она не станет меньше минимума биржи. Однако брокерские фирмы часто повышают свои требования на ту же сумму, что и биржа, даже если эти требования уже превышают минимум.

На уровень брокерской маржи могут повлиять и другие факторы. Наиболее общим из этих факторов является близкое наступление месяца поставки. Довольно часто брокерские фирмы меняют уровень первоначальной маржи в зависимости от времени, оставшегося до наступления срока контракта, повышая маржу дома практически до

полной стоимости контракта за несколько дней до наступления периода выставления нотисов и поставки. Это служит мощным сдерживающим средством от небрежных поставок, и лимитирует число держателей контрактов текущего месяца только теми участниками, кто готов совершить и принять поставку.

Брокерская фирма также может повысить требования по марже, если считает, что общая позиция ее клиентов по какому-либо контракту или месяцу поставки ставит ее в очень рискованное положение. Эта ситуация возникает на товарных рынках, которые либо являются очень неликвидными, либо подвержены быстрым изменениям цены. Многие брокерские дома стремятся избежать большого объема открытой позиции на таких рынках, и изменение брокерской маржи служит одним из методов, препятствующих этому.

Как видим, брокерские фирмы имеют значительную свободу в установлении уровня маржи брокерского дома. Соглашение с клиентом, которое все клиенты подписывают при открытии счета, обязывает клиента поддерживать любой уровень маржи, который может потребовать брокерская фирма. Неисполнение требований в отношении маржи может привести к принудительной ликвидации фьючерсной позиции. Однако в нормальных условиях уровень брокерской маржи держится на уровне весьма близком, либо равном марже биржи.

Арбитражные сделки, осуществляемые на одной бирже, обычно требуют меньшего размера депозита. Снижение депозита предусматривается во многих случаях и для хеджеров.

#### ***4.2.2. Пополнение первоначальной маржи***

Требование о пополнении первоначальной маржи (original margin call) направляется брокерской фирмой своему клиенту, когда по каким-либо причинам клиент открыл фьючерсную позицию, имея недостаточно средств на своем счете. Причины могут быть следующие:

Клиент открывает фьючерсную позицию, имея недостаточные средства на своем счете.

*Пример.* Спекулянт, имеющий 50 тыс. долл. на своем счете, решает купить 20 фьючерсных контрактов на серебро, по которым первоначальная маржа составляет 3 тыс. долл. за контракт. Хотя большинство брокерских фирм требует внесения полной суммы маржи до совершения сделки, исключения все же существуют для клиентов, чья кредитоспособность известна брокерской фирме. Так, в этом случае брокерская фирма позволяет купить своему клиенту 20 контрактов на

серебро под слово клиента, что он пошлет недостающие 10 тыс. долл. немедленно. На следующий день отдел маржевых расчетов брокерской фирмы, заметив, что позиция открыта при недостатке средств, отправит требование о пополнении первоначальной маржи.

Клиент открывает фьючерсную позицию в день, когда неблагоприятное изменение цен по ранее открытым позициям уменьшает средства на его счете до уровня, когда на новую позицию не остается средств.

*Пример.* Текстильная фирма имеет 75 тыс.долл. на своем счете и длинную позицию по 40 декабрьским фьючерсным контрактам на хлопок. Она решает купить 10 мартовских фьючерсных контрактов на хлопок. Первоначальная маржа составляет 1500 долл. Когда заказ принят, на счете достаточно средств для покрытия новой позиции ( $1500 \times (40 + 10) = 75$  тыс.долл.). Однако во второй половине дня цены на хлопок падают с 54,25 цента за фунт до 53,50 цента – убыток в 375 долл. на контракт (15 тыс.долл. в целом). После списания этой суммы по новым позициям не хватает 15 тыс. долл., отсюда появляется требование о пополнении первоначальной маржи. Биржа вводит увеличение маржи с обратным действием.

*Пример.* Из-за высокой ценовой неустойчивости на рынке соя-бобов Чикагская торговая биржа увеличивает уровень маржи по всем позициям с 2500 долл. до 3500 долл. за контракт. Хотя увеличение маржи обычно относится только к тем счетам, которые были открыты после определенной даты, в этом случае изменение маржи касается всех позиций, как новых, так и старых. В результате все счета по этим контрактам, где сумма составляет менее 3500 долл. на контракт, получают требование о пополнении маржи.

Правила всех фьючерсных бирж едины в одном важном условии относительно первоначальной маржи: когда от клиента требуется доведение средств на счет по первоначальной марже, то ликвидация позиции, по которой это доведение требовалось, не заменяет этого. Требование о доведении остается, даже если позиция была клиентом в этом интервале закрыта. Причина подобного подхода ясна. Осуществление операций без необходимой суммы первоначальной маржи является серьезным нарушением. Если бы участникам разрешали выполнять требование о пополнении путем простой ликвидации позиции, эта практика привела бы к открытию позиций без соответствующей маржи. Это поставило бы под угрозу финансовую безопасность всей системы фьючерсного рынка. Поэтому клиент

должен выполнить это требование быстро, независимо от прибыльности позиции, которая вызвала это требование.

*Пример.* Клиент, не имеющий средств на своем счете, покупает 1 декабрьский фьючерсный контракт на серебро (первоначальная маржа – 2 тыс.долл.). В тот же день цена этого контракта устанавливается на 50 центов выше цены его сделки, что дает ему прибыль в 2500 долл. Клиент считает, что эти 2500 долл. на его счете можно зачесть за первоначальную маржу, однако он ошибается. Независимо от того, реализовал он 2500 долл. прибыли или нет, он должен поместить 2 тыс. долл. в ответ на требования о внесении первоначальной маржи.

Первоначальную маржу можно внести следующим образом:

- **Наличные.** От индивидуальных клиентов и небольших институциональных клиентов достаточно чека. От крупных институциональных клиентов требуется банковский перевод.
- **Государственные ценные бумаги.** Большинство американских бирж ограничивают использование государственных ценных бумаг для первоначальной маржи бумагами со сроком погашения менее одного года. Так, векселя Казначейства США наиболее часто используются для внесения первоначальной маржи. На разных биржах могут быть некоторые ограничения в отношении Казначейских билетов. Например, некоторые фьючерсные биржи не позволяют членам биржи оценивать Казначейские билеты более чем в 90% номинальной стоимости или по рыночной стоимости (выбирается меньшая).
- **Перевод избыточных средств или ценных бумаг с других счетов.** Если клиент имеет другие фьючерсные счета или счета на ценные бумаги в той же фирме, он может поручить исполнителю счетов перевести избыток средств на дефицитный счет.
- **Аккредитив.** Некоторые биржи позволяют использовать аккредитив в качестве первоначальной маржи. Однако не все брокерские фирмы принимают аккредитивы, поскольку процедура эта достаточно сложна.
- **Складское свидетельство.** Некоторые биржи разрешают своим членам принимать складское свидетельство как первоначальную маржу. Например, биржа Комэкс по фьючерсным контрактам на металлы.

При невыполнении требования о пополнении первоначальной маржи, брокерские фирмы имеют право ликвидировать позицию клиента после должного уведомления, если считают это необходимым

для собственной защиты. Должным уведомлением обычно является телеграмма [2].

### **4.3. Вариационная маржа**

После открытия позиции и внесения первоначальной маржи изменения цены фьючерсного контракта будут вести к соответствующему уменьшению или увеличению стоимости позиции клиента. После определения расчетной цены дня по каждому из контрактов и каждой позиции, далее подсчитывается изменение стоимости каждого биржевого контракта по разнице между расчетной ценой данного дня и предыдущего дня, либо ценой, по которой была заключена сделка. Если ситуация на фьючерсном рынке на какой-нибудь день изменяется в благоприятную для клиента сторону, сумма денег на счете по учету маржи увеличивается на размер потенциального выигрыша. Если эти ценовые изменения неблагоприятны для позиции клиента, то его первоначальная маржа уменьшается. Все биржи устанавливают, что как только сумма первоначальной маржи клиента уменьшилась до определенного уровня, называемого поддерживающей маржой (*maintenance margin*), брокер может потребовать от клиента дополнительные средства. Это называется требованием пополнения вариационной (поддерживающей) маржи (*variation margin call* или *maintenance margin call*). Это требование отличается от требования о пополнении первоначальной маржи в том, что в первом случае средства требуются из-за неблагоприятного изменения цен фьючерсного контракта, а не потому что у клиента нет достаточных средств на своем счете для начала операции. Таким образом, можно видеть, что маржа выполняет функцию барометра прибылей и убытков клиента за день. Те средства, которые превышают требуемую сумму, клиент может отозвать, однако чаще клиенты предпочитают оставлять их на счете своего брокера в качестве резерва.

Большинство бирж устанавливает поддерживающую маржу на уровне 75% от первоначальной. То есть, если сумма средств клиента падает до 75% и ниже, то брокерская фирма попросит клиента внести сумму, восстанавливающую его средства до первоначального уровня.

#### ***4.3.1. Внесение вариационной маржи***

Требование о вариационной марже может быть выполнено двумя способами:

- 1) путем внесения необходимых средств,



2) путем ликвидации или уменьшения позиции.

*Пример.* Вернемся к ситуации с двумя купленными контрактами на евродоллары и требованием о внесении дополнительно 1500 долл. Клиент может выполнить это двумя способами:

1. Внести 1500 долл., тем самым сумма его счета составит 4 тыс. долл., т. е. уровень первоначальной маржи по двум контрактам.
2. Ликвидировать часть позиции. Если клиент не захочет использовать дополнительные средства, единственный способ – ликвидировать такое количество контрактов, которое снизит сумму первоначальной маржи до уровня ниже 2500 долл., которая сейчас есть на его счете. Поскольку первоначальная маржа для этого фьючерсного контракта составляет 2 тыс. долл., то уменьшить надо на один контракт.

Вариационная маржа имеет еще одну особенность: на многих биржах, если после требования о внесении вариационной маржи происходит благоприятное для клиента изменение цен, то это не ликвидирует указанное требование. Другими словами, если в предыдущем примере евродолларовый фьючерсный контракт поднимется до 91,50 сразу после выписки требования, клиенту все равно надо вносить 1500 долл., хотя в этот момент его счет полностью соответствовал требованиям первоначальной маржи. Конечно, он может внести, а затем немедленно забрать эти 1500 долл. Детали этого правила на разных биржах могут быть различны [5].

Важной особенностью вариационной маржи является то, что она вносится только наличными (чеком, переводом). В этом смысле она отличается от первоначальной маржи, которая может быть внесена ценными бумагами или другим способом. Для такого различия есть основания. Первоначальная маржа является прежде всего залогом доброй воли, который держит брокерская фирма или расчетная палата. Вариационная маржа представляет собой текущую стоимость фьючерсной позиции клиента. Если эта позиция прибыльна, клиент может забрать избыток. Как будет показано далее, наличные для выигрывающих поступают через расчетную палату от клиентов противоположной (проигрывающей) стороны. Если позволить пополнять счет ценными бумагами, аккредитивами и т. д., то брокерская фирма должна будет заниматься превращением ценных бумаг в наличные для потенциально выигравших участников. Эта проблема не возникает, поскольку вариационная маржа вносится только наличными.

### 4.3.2. Расчет состояния счета

Каждое утро отдел маржевых расчетов брокерского дома получает отчет для каждого из своих клиентов. Этот отчет называется «отчет о средствах клиента и марже» (customer equity and margin status report или equity run). В нем указывается состояние счета клиента после закрытия биржи вечером предыдущего дня. Именно на основе этого отчета делается вывод о том, достаточно ли средств на счете того или иного клиента.

Для понимания этих расчетов следует дать определение нескольких терминов.

1. Баланс наличных (cash balance). Это величина наличных, находящихся в данный момент на счете. Показатель отражает все депозиты и списания средств со счета, а также результаты всех завершённых сделок. Как увидим дальше, он может быть как положительным, так и отрицательным.
2. Результат по открытым позициям (open-trade equity). Этот показатель – нетто результат нереализованных прибылей и убытков по позициям, которые остаются открытыми. Например, если единственной открытой позицией клиента является купленный декабрьский фьючерсный контракт на золото по 410,40 долл., а расчетная цена предыдущего дня составляет 411,50 долл., то результат по открытым позициям – прибыль в 110 долл. Этот показатель может быть положительным и отрицательным в зависимости от того, прибыльные или убыточные позиции имеет клиент.
3. Суммарные средства (total equity). Это сумма баланса наличных и результата открытых позиций. Этот показатель – ключевая цифра в отчете.
4. Ценные бумаги на депозите (securities on deposit). Это стоимость ценных бумаг (обычно казначейские векселя) на счете, которые используются для первоначальной маржи. Сумма п.3 и п.4 представляет общую стоимость счета на определенное время.
5. Сумма первоначальной маржи (original margin requirements). Это показатель суммы первоначальной маржи по всем открытым позициям. Если клиент купил мартовский фьючерсный контракт на хлопок (маржа – 3 тыс. долл.), и продал один декабрьский фьючерсный контракт на золото (1,3 тыс. долл.), тогда сумма первоначальной маржи составит 4,3 тыс. долл.

6. Поддерживающая маржа (maintenance margin requirements). Это сумма требуемой поддерживающей маржи по всем открытым позициям. Если по фьючерсному контракту на хлопок поддерживающая маржа составляет 1,2 тыс. долл., а по фьючерсному контракту на золото – 800 долл. за контракт, тогда клиент, у которого 2 фьючерсных контракта на хлопок и один – на золото, имеет общую сумму поддерживающей маржи 3,2 тыс. долл.
7. Избыток маржи (margin excess). Сумма, на которую общая стоимость превышает требование первоначальной маржи. Клиент может использовать этот избыток для покупки или продажи дополнительных фьючерсных контрактов, либо он может снять эти средства со своего счета в любое время. Если мы предположим, что на депозите нет ценных бумаг, то клиенту нельзя снять со своего счета средства, которые больше этого избытка, поскольку сделать так – означает снизить капитал ниже первоначальной маржи.

#### 4.4. Проблемные ситуации с маржой

Как было показано выше, проблемы с маржой возникают, когда на счете недостаточно средств для ведения операций, либо когда неблагоприятное движение цен уменьшает внесенную первоначальную маржу. В любом случае требования о дополнительных средствах должны выполняться быстро и в полном объеме, во избежание серьезных финансовых потерь для брокерского дома.

На практике ведение счетов различается в зависимости от ситуации. Обычно фьючерсные биржи требуют от своих членов собирать первоначальную и вариационную маржу с клиентов в течение «разумного периода времени». Эта расплывчатая формулировка имеет основание, поскольку существует множество видов клиентов, время на перевод денег в различных географических зонах и т. д. В большинстве случаев период больше нескольких дней не считается разумным в глазах бирж.

Для брокерских домов задержки нежелательны еще и потому, что они должны выполнять требования расчетной палаты о переводе маржи независимо от того, сделал это их клиент или нет.

*Пример.* Предположим, у фирмы А, являющейся клиринговой фирмой Чикагской товарной биржи, имеется клиент Х. В понедельник клиент открывает новую длинную позицию на 50 фьючерсных

контрактов по июньским швейцарским франкам. Биржевая маржа и маржа расчетной палаты составляют 2 тыс.долл. за контракт (100 тыс. долл. всего). В результате позиция клиента X у фирмы А увеличилась на 50 фьючерсных контрактов, а позиция фирмы А в расчетной палате Чикагской биржи увеличилась на 50 фьючерсных контрактов [2].

Во вторник утром фирма А должна внести 100 тыс.долл. в расчетную палату независимо от того, получила ли она 100 тыс.долл от клиента X. Если средства не поступили, то положение фирмы А незавидное, так как имеется необеспеченная позиция по 50 контрактам и изъяты 100 тыс.долл. из рабочего капитала фирма.

Та же проблема возникнет для фирмы А и в случае, если эти 100 тыс.долл. будут вариационной маржой.

Поэтому брокерские дома могут требовать ( и многие делают это), чтобы первоначальная маржа уже находилась на счете клиента до открытия новой позиции. В то же время требования о вариационной марже возникают неожиданно. Если брокерская фирма не может переговорить с клиентом или если платежеспособность клиента вызывает вопрос, то фирма находится в сложной ситуации.

На практике брокерские фирмы устанавливают более короткие сроки для крупных клиентов (особенно институциональных клиентов), которые ежедневно должны пополнять свои счета, если это необходимо, и более либеральные сроки для индивидуальных клиентов, чья платежеспособность не вызывает сомнений.

Если брокерская фирма решила предпринять действия в отношении клиента с дефицитным счетом, то типичная процедура выглядит следующим образом: клиенту делается уведомление – устное и письменное о дефиците на счете и о том, что непоступление средств приведет к ликвидации позиции согласно условиям соглашения с клиентом. Если средства не получены, брокерская фирма приступает к реализации ценных бумаг данного клиента, находящихся на депозите. Если и этих средств недостаточно, фирма может перевести избыточные средства с других счетов данного клиента. Если и этих мер будет недостаточно, фирма может закрыть позицию.

После закрытия позиции все остающиеся средства переводятся на счет клиента.

В США в периоды неустойчивости рынка расчетная палата может потребовать от своих фирм-членов внести дополнительное обеспечение в любое время торгов, чтобы получить дополнительные гарантии. Фирмы-члены расчетной палаты должны сделать это в течение часа путем электронного перевода. Эта сумма предназначается для

обеспечения счетов в течение дня и не заносится на счет первоначального депозита.

#### **4.5. Средства клиентов**

В соответствии с правилами фьючерсных бирж США все средства клиентов, помещенные в качестве маржи, отделяются от средств брокерской фирмы и помещаются на отдельный банковский счет или на депозит по отдельному маржевому счету в расчетной палате. Это значит, что средства клиентов остаются отделенными от фондов брокерской фирмы и не могут использоваться для покрытия расходов или убытков по собственным операциям брокерской фирмы.

Большая часть средств клиентов, помещенных в брокерские фирмы, имеет формы наличных и, в большинстве случаев, не приносит процентов клиентам. С другой стороны, брокерские фирмы могут инвестировать эти отделенные средства в проверенные банковские счета и в некоторые обязательства (прежде всего государственные). Таким образом, фирма может получать проценты по наличным депозитам клиентов. Поэтому многие клиенты предпочитают помещать казначейские векселя, а не наличные в качестве первоначальной маржи. Это позволяет им получать доход на вложенные в качестве первоначальной маржи средства.

#### **4.6. Процедура клиринга**

Каждый день на счетах клиентов отражаются изменения, которые произошли в стоимости открытых ими контрактов. Если у клиента длинная позиция, а цены выросли, его средства будут увеличиваться, так как увеличивается результат по открытым позициям. Выигрыш будет составлять разницу в стоимости его открытого контракта. Как отмечалось выше, избыток средств может быть переведен клиентом или использован им для открытия новых позиций. Откуда приходят средства? Самый простой ответ – от других клиентов, которые потеряли на своих позициях столько же, сколько другие выиграли. Этот процесс ежедневного перевода средств от проигрывающих выигрывающим может быть возможен, если легко установить, кто эти участники, или если бы два клиента имели свои счета в одной брокерской фирме. Однако учитывая огромное количество контрактов, продаваемых и покупаемых каждый день, такая стыковка двух партнеров невозможна. Вместо этого каждая фьючерсная биржа имеет расчетную палату для

осуществления всех операций и для общего перевода средств каждый день со счетов своих клиентов и им на счета.

#### ***4.6.1. Расчетная палата***

На каждой бирже существует подразделение, призванное обеспечивать операционную и финансовую целостность всех сделок, заключаемых на данной бирже. Это подразделение называется клиринговой (расчетной) палатой [1].

Расчетная палата была создана для обеспечения финансовой устойчивости бирж, защиты интересов мелких клиентов и усиления государственного контроля за биржевыми операциями.

Вся система клиринга состоит из нескольких звеньев: клиринговой палаты, ее членов (клиринговых фирм) и расчетных банков.

Членом клиринговой палаты могут быть только члены соответствующей биржи, которые отвечают определенным финансовым требованиям. Эти финансовые требования довольно высоки, поскольку именно коллективная финансовая мощь членов расчетной палаты гарантирует в конечном счете исполнение всех контрактов, заключенных на бирже. Иногда от членов расчетной палаты требуется приобретение акций расчетной палаты.

Таким образом, брокеры на площадке не обязательно являются членами клиринговой палаты, в то же время и члены расчетной палаты не обязательно являются брокерами.

Расчетные банки осуществляют банковское обслуживание биржевых расчетов. Биржи, как правило, имеют определенный круг банков, которые их обслуживают.

Структура расчетной палаты может быть различна. Например, расчетная палата Чикагской торговой биржи (Board of Trade Clearing Corporation) и расчетная палата биржи Комэкс (Clearing Association) являются отдельными единицами со своим собственным штатом и руководством. На Чикагской товарной бирже и на Нью-Йоркской товарной бирже расчетные палаты являются подразделениями бирж. Особое положение занимает международная товарная расчетная палата, которая обслуживает биржи Великобритании, Франции, Австралии и Гонконга – она является отдельной корпорацией, находящейся в собственности шести банков.

Число членов расчетных палат колеблется в значительных пределах: от 68 в расчетной палате Нью-Йоркской биржи кофе, какао и сахара до 450 в Международной товарной расчетной палате.

Любой, купивший членство на бирже и получивший значок торговца, может заключать сделки в зале для себя и для других. Однако, если этот член биржи не является членом расчетной палаты, все его сделки должны проходить через фирму-члена расчетной палаты. Это означает, что фирма, не являющаяся клиринговой фирмой, имеет счет в одной из клиринговых фирм, и все сделки фирмы-нечлена расчетной палаты учитываются на этом счете. Клиринговая фирма отвечает за финансовое обеспечение этих сделок. Если фирма-нечлен расчетной палаты не выполнит своих обязательств по какой-либо причине, ответственность переносится на клиринговую фирму, которая ведет этот счет. Большинство крупнейших брокерских фирм является клиринговыми фирмами ведущих бирж и тем самым несут ответственность как по своим сделкам, так и по сделкам своих клиентов.

Рассмотрим следующий *пример*. Предположим, в какой-то день клиент фирмы А дает приказ купить один декабрьский фьючерсный контракт на золото на бирже COMEX. В то же время другой клиент брокерской фирмы В продает один декабрьский фьючерсный контракт на золото. Приказы приходят на биржу в одно время, и брокер фирмы А покупает контракт у брокера фирмы В по цене 410,00 долл. Поскольку эти брокерские фирмы являются клиринговыми фирмами, сделки заносятся в их книги. Счет клиента в фирме А показывает длинную позицию по одному декабрьскому фьючерсному контракту на золото по 410,00 долл., а счет клиента в фирме В – короткую позицию по одному декабрьскому контракту на золото по той же цене. Оба клиента внесли по 1500 долл. первоначальной маржи своим брокерским фирмам, которые в свою очередь поместили первоначальную маржу своих клиентов в расчетную палату (следует помнить, что величина первоначальной маржи для клиента и установленная расчетной палатой могут отличаться).

В конце первого дня декабрьский фьючерсный контракт закрывается при цене 411,00 долл. Клиент А имеет нереализованную прибыль в 100 долл., а клиент В – нереализованный убыток 100 долл. До утра следующего дня совершаются следующие операции:

1. Расчетная палата переводит 100 долл. со счета фирмы В на счет фирмы А. Баланс фирмы А в расчетной палате составляет 1600 долл., а баланс фирмы В – 1400 долл.

2. Фирма А кредитует счет клиента на 100 долл., отмечая на его счете показатель результата открытых позиций 100 долл. У этого клиента общая сумма средств составляет 1600 долл.
3. Фирма В дебетует счет клиента на 100 долл., отмечая на его счете показатель результата открытых позиций минус 100 долл. Общая сумма средств этого клиента – 1400 долл.

Настоящие участники сделки для расчетной палаты неизвестны. Во-первых, расчетная палата знает только позиции своих клиринговых фирм. Во-вторых, каждая клиринговая фирма отвечает за поддержание в расчетной палате баланса, отражающего позиции своих клиентов. В-третьих, каждый клиент отвечает за поддержание баланса в клиринговой фирме, отражающего его позицию. Таким образом, клиент отвечает перед своей клиринговой фирмой, а клиринговая фирма отвечает перед расчетной палатой.

Другое важное замечание – счета всех клиентов и клиринговой фирмы пересчитываются ежедневно. Для расчетной палаты нет необходимости знать цены каждой сделки. Единственное, что следует знать – это сумма позиций клиринговых фирм и изменение цены вверх или вниз по сравнению с предыдущим днем. Соответственно, для брокерской фирмы это также единственная необходимая информация.

После заключения сделки и ее регистрации расчетной палатой, последняя вступает в нее в качестве посредника. Это важная особенность известна как «принцип субституции», поскольку расчетная палата заменяет собой покупателя для всех продавцов и продавца для всех покупателей. Сама же расчетная палата всегда имеет сбалансированную позицию. Поскольку любая биржевая сделка является одновременно покупкой и продажей, число покупок всегда совпадает с числом продаж. Поэтому у расчетной палаты как посредника для всех сделок число проданных контрактов равно числу купленных [5].

Однако расчетная палата становится противоположной стороной скорее не для индивидуального клиента, а для своих членов. Она выступает как покупатель по отношению к каждому своему члену, являющемуся продавцом. Если первоначально член расчетной палаты А выступал продавцом по отношению к ее же члену В, то затем член А уже выступает продавцом по отношению к расчетной палате. Что же касается члена В, то он также скорее выступает покупателем по отношению к расчетной палате, чем к члену А.

В связи с такой заменой сторон для покупателя (или продавца) нет больше необходимости находить первоначального продавца



(покупателя), когда первый желает ликвидировать свою позицию. Он просто совершает равную первой и противоположную ей сделку, обычно совсем с другой стороной, и, таким образом, ликвидирует свою прежнюю позицию.

Что же касается индивидуальных клиентов, то поскольку клиринговые фирмы выступают на бирже как их посредники, то, таким образом, для индивидуальных клиентов сделка приобретает как бы двойную гарантию: расчетной палаты через посредничество клиринговой фирмы.

Расчетная палата берет на себя еще одну функцию – учетную. Эта функция заключается в регистрации сделки и корректировке неправильных сделок. На бирже каждая сделка подлежит двойному учету: во-первых, она регистрируется фирмой, заключившей сделку, и, во-вторых, регистрируется расчетной палатой. По каждой сделке информация в расчетную палату поступает от каждой из сторон. Эта информация содержит все сведения о сделке: покупатель и продавец, клиринговая фирма, время заключения, характер сделки (купля или продажа), объем, цена, расчетный банк, обслуживающий клиента. Расчетная палата сопоставляет информацию каждой из сторон, выявляет неправильные сделки и уведомляет об этом клиринговые фирмы. До начала следующего торгового дня все противоречия должны быть сняты.

В рассмотренном примере сделки на золото клиентов фирм А и В предполагалось, что первоначальная маржа, переведенная клиентами своим брокерским фирмам, была в свою очередь отправлена последними на их счета в расчетной палате. Это предположение не совсем точно по двум причинам.

Во-первых, сумма первоначальной маржи, которая требуется от клиринговых фирм, может отличаться от той, которую биржа требует от своих участников. Следовательно, возможно, что участник, заключивший сделку на золото, должен внести 1600 долл. первоначальной маржи, в то время как клиринговая маржа составляет только 1500 долл.

Во-вторых, в большинстве случаев расчетные палаты требуют от своих фирм переводить первоначальную маржу только по их нетто-позициям. Так, в нашем примере, если у брокерской фирмы А имелся клиент, продавший один декабрьский контракт на золото, то она вообще не должна переводить в расчетную палату депозиты. Причина заключается в том, что имея одну длинную и одну короткую позицию, брокерская фирма не несет риска перед расчетной палатой, при

условии, что первоначальная маржа внесена на оба счета. Такой подход называется нетто-принцип начисления маржи. Когда расчетная палата требует от своих членов перевести первоначальную маржу по всем позициям клиентов, даже если эти позиции покрывают одна другую, это называется брутто-принцип перевода маржи. Так, Чикагская товарная биржа и Нью-Йоркская торговая биржа обе используют брутто-принцип. Брутто-принцип является более консервативной политикой, поскольку это означает что большая часть фондов переданы расчетной палате для гарантирования фьючерсных позиций. Однако брокерские фирмы предпочитают нетто-принцип, поскольку этот подход позволяет им оставлять у себя большую долю средств своих клиентов и получать проценты по этим средствам.

#### ***4.6.2. Сделки, совершаемые на товарной бирже***

На бирже совершается два основных вида сделок: сделки на реальный товар и срочные (фьючерсные) сделки. Сделки на реальный товар завершаются переходом товара от продавца к покупателю, то есть сдачей-приемкой реального товара на одном из биржевых складов. Это означает, что продавец, продавший товар, обязан иметь этот товар в наличии и фактически поставить его в обусловленный контрактом срок. Сделки на реальный товар в зависимости от срока делятся на сделки «кэш» или «спот» с немедленной поставкой и сделки «форвард» с поставкой в будущем.

Срочные (фьючерсные) сделки в отличие от сделок на реальный товар не предусматривают обязательства сторон поставить или принять реальный товар, а предполагают куплю и продажу прав на товар (бумажные сделки). Фьючерсный контракт не может быть просто аннулирован или ликвидирован. Если он заключен, то может быть ликвидирован либо путем заключения противоположной сделки с равным количеством товара, либо поставкой обусловленного товара в срок, предусмотренный контрактом. При срочных сделках покупатель не рассчитывает получить покупаемые им ценности, а продавец – передать продаваемые им ценности. Результатом таких сделок является не передача реального товара, а уплата или получение разницы между ценой контракта в день его заключения и ценой в день исполнения.

Заключая сделки на бирже, их участники могут преследовать следующие цели: покупку реального товара; осуществление

спекулятивных операций; хеджирование (страхование от возможного изменения цен).

Покупка и продажа реального товара. Эти сделки совершаются производителями с целью реализации выпускаемых ими товаров; потребителями – с целью обеспечения себя необходимыми товарами, в основном сырьем для дальнейшей переработки; торговцами – с целью дальнейшей перепродажи товаров конечным потребителям.

Спекулятивные операции совершаются на бирже с целью получения прибыли от купли-продажи биржевых контрактов в результате разницы между ценой биржевого контракта в день заключения и ценой в день его исполнения при благоприятном для одной из сторон (продавца и покупателя) изменении цен [2].

Операции хеджирования. Фьючерсные сделки обычно используются для страхования – хеджирования от возможных потерь в случае изменения рыночных цен при заключении сделок на реальный товар. Принцип страхования здесь построен на том, что если в сделке одна сторона теряет как продавец реального товара, то она выигрывает как покупатель фьючерсов на то же количество товара, и наоборот.

Механизм хеджирования основан на том, что изменения рыночных цен на фьючерсы одинаковы по своим размерам и направлению. На самом деле эти цены не всегда одинаковы, однако пределы их колебаний примерно одни и те же. Разница между ценой на контракт реального товара и ценой на фьючерсный контракт называется *базисом*.

Существуют еще арбитражные сделки, которые совершаются с целью получения прибыли за счет разницы в котировках на биржах в разных странах.

Выделим такой вид биржевых сделок, как опционы.

Под опционами понимают особый вид биржевых сделок с ограниченными по сравнению с обычными фьючерсными операциями риском. Это договорное обязательство купить или продать определенный вид ценностей или финансовых прав по заранее установленной цене в пределах согласованного периода. В обмен на получение такого права покупатель опциона уплачивает его продавцу определенную сумму (премию).

В прошлом опционы назывались сделками с премией, привилегиями, гарантиями от убытков, гарантиями от повышения и от снижения цен.

На товарных биржах опционы могут заключаться с товарами и фьючерсными контрактами.

По технике осуществления различают три основных типа опциона: опцион с правом покупки или на покупку, используемый при игре на повышение; опцион с правом продажи или на продажу, применяемый торговцами, когда они рассчитывают на понижение цен; и двойной опцион, представляющий собой комбинацию опциона на покупку и на продажу.

Двойной опцион позволяет его покупателю либо купить, либо продать контракт или другой вид ценностей (но не купить и продать одновременно) по базисной цене и поэтому используется при чрезвычайно неустойчивой конъюнктуре рынка, когда трудно предугадать последующее направление движения цен. Торговля двойными опционами ведется только в Великобритании.

Опцион на покупку дает право, но не обязывает купить определенный фьючерсный контракт, товар или нетоварную ценность по данной цене.

Опцион на продажу дает право, но не обязывает продать определенный фьючерсный контракт или ценность по данной цене.

#### Порядок заключения и выполнения биржевых сделок.

1. Клиент (покупатель или продавец) осуществляет поиск брокерской фирмы:

- на каких биржах работает данная фирма?
- какой комиссионный сбор берет фирма?
- котировка, лицо фирмы;
- гарантировано ли заключение сделки?

2. Клиент заключает *договоры на оказание брокерских услуг*:

- определение видов сделок;
- договор содержит 7 разделов:
- предмет договора;
- порядок исполнения поручений клиента;
- гарантии;
- условия расчетов;
- порядок осуществления связи между сторонами;
- ответственность сторон и порядок рассмотрения споров;
- срок действия договора и основания к изменению и прекращению договора.

3. Заключается договор-поручение или договор-комиссия на продажу-покупку конкретного товара.

Договор-поручение заключается в том случае, если брокер на бирже действует от имени клиента и за его счет [2].

Договор-комиссия заключается в том случае, если брокер на бирже действует от своего имени и за свой счет.

4. Наряду или взамен договора-поручения и договора-комиссии клиент может подать заявку-предложение на покупку-продажу реального наличного товара.

5. Если между клиентом и брокерской фирмой заключен договор-поручение, то к нему обязательно оформляется разовая или постоянная доверенность для проведения дел на бирже в интересах клиента.

6. Брокерская фирма должна иметь определенные гарантии от клиента, которые зависят от того, в качестве кого выступают клиенты-продавцы или клиенты-покупатели и какой договор заключается между клиентом и брокерской фирмой.

К договору-поручению клиент обязан представить складскую расписку о наличии товара или транспортный документ об отгрузке товара. Если нет складской расписки, то брокер имеет право оговорить неустойку за непоставку или недопоставку товара.

При заключении *договора-комиссии* указывается, в случае просрочки отгрузки или неотгрузки товара клиент уплачивает брокеру штраф в размере установленного процента. Если клиент выступает в роли *покупателя*, то он должен гарантировать свою платежеспособность.

По *договору-поручению*. Гарантии:

- 1) гарантия банка на оплату товара (оригинал);
- 2) справка, заверенная банком, о наличии средств на расчетном счете клиента;
- 3) гарантийный взнос;
- 4) залог;
- 5) расчетный счет, открытый брокерской фирме (не менее 30% от суммы сделки);
- 6) аккредитив, выданный брокерской фирме на всю сумму сделки и на срок ее осуществления;
- 7) страховой полис;
- 8) вексель.

По *договору-комиссии*. Гарантии:

- 1) аванс, перечисленный брокерской фирме в установленной форме.

2) Отражаются условия связей между клиентом и брокерской фирмой, чтобы повысить ликвидность сделок, а для этого составляется протокол о средствах связи.

3) Договор между брокерской фирмой и биржей на участие в биржевых торгах.

4) Заявка-предложение брокера на продажу-покупку определенного товара. Эта заявка должна быть введена в биржевой информационный канал не позднее 2-3 дней до начала торгов.

5) Экспертиза товара и разрешение на допуск товара к торгам.

6) Информация о товарах, выставленных на торге по соответствующим товарным секциям. Информация выдается брокерам за 24 часа до начала торгов и вывешивается данная информация сотрудниками отдела торговли в биржевом зале в день торгов.

Информация содержит следующее:

1) наименование товара;

2) цена;

3) количество;

4) номер брокерской конторы;

5) местонахождение брокерской конторы;

6) условия расчета;

7) сроки поставки;

8) регистрация брокеров и допуск их в торговый зал. Для регистрации брокера требуется доверенность на ведение операций;

9) заключение сделки в процессе гласно проводимых биржевых торгов;

10) регистрация сделки. Сделка должна быть зарегистрирована или сразу, или в течение трех часов после окончания торгов. *Сделка считается заключенной только после ее регистрации;*

11) оформление сделки. Юридическую силу сделка получает после ее оформления, т. е. после составления бирж. договора (контракта). Оформляется и подписывается сторонами в трех экземплярах. Оформленная сделка может быть расторгнута, но в порядке, установленными правилами биржевой торговли;

12) информация брокеров о заключенных сделках на бирже клиентам и брокерским фирмам;

13) регистрация заключенных сделок в брокерской фирме;

14) оплата комиссионных бирже. Срок оплаты – в течение 15 дней;

15) отчет брокера (извещение заключенной сделки). Представляется в 3-дневный срок в брокерскую фирму. При срочной (форвардной)

сделки прилагается договор поставки, а при сделке с немедленной поставкой – договор купли-продажи;

16) расчеты клиента с брокерской фирмой;

17) отгрузка, отправка проданного товара покупателю;

18) расчет покупателя с продавцом.

#### Расчеты по биржевым сделкам

Существуют разные формы расчета. Они оговариваются в договоре сторонами.

Факторы, влияющие на форму расчета:

1. Наличный расчет:

- сложившаяся на момент договора конъюнктура рынка;
- степень доверия к контрагенту;
- финансовое положение фирмы;
- сумма заключенной сделки.

2. Безналичный порядок безналичных расчетов регламентируется положением о безналичных расчетах в РФ. Это положение разработано ЦБ РФ на основе закона о ЦБ.

Расчеты между контрагентами проводятся в основном:

1. Платежными требованиями-поручениями.

Поставщик направляет покупателю расчетные и отгрузочные документы. Покупатель определяет возможность оплаты, оформляет платежное требование-поручение подписью и печатью. Это платежное требование сдает в обслуживающий банк для перечисления названной суммы. Если покупатель полностью или частично отказывается оплатить, он должен уведомить поставщика на основе условий договора. Согласно положению о безналичных расчетах в РФ предусматривается другая схема расчетов по платежным требованиям-поручениям: поставщик направляет платеж. требование-поручение и расчетные документы по этому требованию в трех экземплярах в банк поставщика для передачи плательщику. В течение трех дней покупатель должен либо оплатить, либо отказаться, тогда он должен сообщить поставщику.

2. Платежными требованиями.

Это наиболее предпочтительная форма расчетов при осуществлении достаточно продолжительных хозяйственных связей. В этом случае платежные документы продавцом передаются в свой банк после отгрузки или одновременно с отгрузкой.

3. Аккредитивами.

Платательщик (покупатель) поручает обслуживающему банку произвести за счет своих средств или ссуды, депонированных в банке плательщика, оплату товаров по месту нахождения получателя (плательщика) на условиях, предусмотренных в заявлении плательщика на выставлении аккредитива. Открытие аккредитива *частично* за счет собственных средств и *частично* за счет кредита банка не допускается. Аккредитив может быть открыт по почте, телеграфу или факсу и предназначен для расчетов только с одним клиентом, он не может быть переадресован. Для открытия аккредитива покупатель предоставляет обслуживающему его банку заявление. В заявлении указывается [2]:

- номер договора, по которому открывается аккредитив;
- наименование поставщика;
- наименование документов, против которых производится платеж;
- порядок оплаты счетов;
- общее наименование товаров и услуг;
- сумма аккредитива;
- дополнительное условие (запреты, транспорт и т. д.).

Покупатель в течение трех рабочих дней вправе отказаться от оплаты счетов, если его что-то не удовлетворяет. Банк покупателя после проверки обоснованности его отказа от оплаты обязан восстановить на соответствующем счете покупателя «неправильно выплаченную по аккредитиву» сумму. Для продавца аккредитивная форма имеет преимущественное значение, т. к.:

- он имеет гарантию оплаты банком;
- в получении платежа сразу после отгрузки товара.

#### 1. Платежными поручениями.

*Платежное поручение* – это поручение предприятия обслуживающему его банку о перечислении определенной суммы со своего счета на счет предприятия.

Платежными поручениями могут производиться расчеты за полученные товары, а также предварительная оплата товаров и авансовые платежи.

#### 2. Чеками.

Расчеты чеками регламентируются положениями о чеках. Это положение введено в действие с 1 марта 1992 года.

*Чек* – это документ установленной формы, содержащий письменное поручение чекодателя плательщику произвести платеж чекодержателю, указанной в нем денежной суммы.



### Виды чеков:

- *Ординарный*. Выписывается определенному лицу с оговоркой «по приказу...» или без оговорки.
- *Именной*. Выписывается именованному лицу с оговоркой «не по приказу...».
- *Предъявительский*. Выписывается предъявителю с записью «предъявителю ...».

Предъявительские и ордерские чеки могут передаваться методом индоссамента. Именной чек не подлежит передаче.

**Индоссамент** – передаточная подпись. Индоссамент на плательщика имеет силу расписки по платежу. Индоссамент может быть именованным, если в нем нет другого наименования лица, которому передается чек. Бланковый индоссамент – если в нем нет имени. Индоссамент на предъявителя имеет силу бланкового индоссамента. Именной индоссамент, содержащий оговорку «не по приказу», означает, что чек дальнейшей передачи не подлежит.

**Индоссант** – это тот, кто ставит свою подпись.

Индоссант отвечает за платеж в плане солидарной ответственности с чекодателем.

Оплата по чеку на территории РФ идет в течение 10 дней по предъявлению в банк. Отказ от оплаты чека должен быть нотариально удостоверен.

Иск на оплату:

- иск неоплаченного чека;
- оплата 6% годовых со дня предъявления суммы к платежу;
- 1% пени (в сутки).

Векселями.

**Вексель** – это составленное по установленным законом форме безусловное письменное долговое денежное обязательство, выданное одной стороной (векселедателем) другой стороне (векселедержателю) и оплаченное гербовым сбором.

Виды:

1. *Простые*. Представляет собой письменный документ, содержащий ничем не обоснованное обязательство векселедателя (должника) об уплате определенной суммы денег в определенный срок и в определенном месте или другому лицу по приказу векселедержателя

2. *Переводные*. То же самое, только в отличие от простого в переводном векселе участвуют 3 лица:

- векселедатель (**трассант**);

- первый приобретатель (векселедержатель), получающий вместе с векселем право требовать платеж по нему;
- плательщик (**трассат**), которому векселедержатель предлагает произвести платеж.

Вексель при выдаче и продаже подлежит обложению гербовым сбором, т. е. приобретается гербовая марка, которая приклеивается на лицевую или на обратную сторону векселя.

Вексель является недействительным в случае отсутствия одного или нескольких реквизитов:

- указание места выдачи;
- обозначения дня, месяца и года его выдачи;
- денежная сумма;
- день предъявления и день платежа (это один день).

Поставщику это неудобно.

Вексель должен быть подписан собственноручно (оригинал).

Вексель считается не принятым в случаях:

- по указанному адресу невозможно отыскать плательщика;
- плательщик умер;
- плательщик несостоятелен;
- на векселе указано «не аккредитован» или «не принят»;
- подпись об оплате окажется зачеркнутой.

Что делать?:

- предъявить неоплаченный вексель в нотариальную контору по месту нахождения плательщика на следующий день после истечения даты платежа по векселю + 12 часов;
- нотариус составляет акт по установленной форме о протесте в неплатеже.

Если протест совершен своевременно, то наступает следующее действие:

- органы суда вправе выдать судебное решение по искам, основанным на опротестованных векселях;
- наступает ответственность по простому векселю **надписателей** (тех, кто ставил подписи), а по переводному векселю – надписателей и трассанта. Все эти лица, за исключением индоссантов, которые поставили слова на векселе «без оборота на меня» являются солидарно ответственными перед векселедержателем.

## **ГЛАВА 5. ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ БИРЖ**

### **5.1. Общая характеристика правового регулирования фьючерсной торговли в различных странах**

Отношения биржи и государства строились по-разному в разных странах. В континентальной Европе биржи с самого начала находились под контролем государства, определявшего всю их деятельность. При чрезмерной спекуляции и манипуляции ценами правительства ряда стран просто закрывали товарные фьючерсные биржи. Так было в Германии в 1896 г. и в Австрии в 1903 г., когда была запрещена фьючерсная торговля зерновыми и маслосеменами (но в то же время продолжали заключаться сделки на биржах сахара, кофе, хлопка, цветных металлов), в Индии, где в 60-е годы были закрыты биржи хлопка, джута, масла и маслосемян. Закрывались биржи и в ряде других стран [2].

В настоящее время в большинстве стран законодательство содержит наиболее общие положения, регулирующие деятельность бирж.

### **5.2. Регулирование фьючерсной торговли в США**

Наиболее разработанная система регулирования биржевых операций сложилась к настоящему моменту в США, поэтому она и рассматривается подробно в данной работе в качестве примера.

Задача осуществления регулирования фьючерсной торговли в США возложена на Комиссию по товарной фьючерсной торговле (КТФТ) и на сами фьючерсные биржи. Основной подход к регулированию фьючерсной торговли можно определить как контролируемое самоуправление. КТФТ имеет высшую власть в области фьючерсной торговли в США, но на практике она перекладывает на участников фьючерсной торговли обязанность разработки и внедрения эффективных мер по предотвращению манипулирования рынком. Сама же КТФТ постоянно ведет наблюдение за этим процессом самоуправления.

Теория и практика современного регулирования в США будет более понятна с учетом исторического опыта развития фьючерсных рынков США и их регулирования. Ниже приводится краткий экскурс в

изменения в регулировании фьючерсной торговли США и некоторые подробности современной системы.

### *5.2.1. Регулирование в 1848-1974 гг.*

Фьючерсные рынки в США в течение полувека после их появления не имели федерального законодательства, и каждая биржа устанавливала свои правила. После Гражданской войны наступил период падения цен на сырьевые товары, в котором производители обвинили спекулянтов и фьючерсные рынки. В некоторых штатах были приняты законы, запрещающие полностью фьючерсную торговлю.

Штат Иллинойс был среди штатов, которые ввели такой закон. Закон Иллинойса, принятый в 1867 г., запрещал продажу на срок товара, который не был в наличии у продавца. В основном закон не применялся, однако в 1867 г. были арестованы семь членов Чикагской торговой биржи за сделку по продаже на срок. Хотя они были почти сразу же освобождены, инцидент вызвал волнение на бирже. На следующий год закон был отменен.

В течение периода между гражданской войной и первой мировой войной между правительством и фьючерсными рынками действовало перемирие, все попытки ввести регулирование этих рынков проваливались. Первым таким шагом стал закон о фьючерсной торговле хлопком от 1916 г.

В 1921 г. был разработан и принят закон о фьючерсной торговле, однако вскоре он был признан неконституционным. Текст закона был переработан и принят под названием Закона о зерновой фьючерсной торговле в 1922 г. Закон впервые содержал определение контрактного рынка (официальное обозначение фьючерсной биржи) и учредил Администрацию по зерновым фьючерсным контрактам в рамках департамента по сельскому хозяйству. Этот закон регулировал торговлю на Чикагской торговой бирже и девяти других зерновых биржах, существовавших в то время. Администрация получила право вести наблюдение за торговлей, собирать данные об активности рынка и проверять книги и счета членов биржи.

В последующее десятилетие Конгресс США вводил различные изменения в этот закон, однако лишь кризис 1929 г. и депрессия 30-х годов привела к его пересмотру. Принятый в 1939 г. Закон о товарных биржах (Commodity Exchange Act) распространил регулирование на прочие фьючерсные рынки и ввел новые понятия. Так, в этом законе предусматривалась возможность установления лимитов позиций по

спекулятивным операциям. Он также требовал регистрации брокеров и комиссионных купцов. Закон 1936 г. запрещал торговлю опционами на фьючерсные контракты, этот запрет сохранялся до 1982 г.

Закон 1936 г. предусматривал создание Комиссии по товарным биржам. В 1947 г. она была переименована в Администрацию по товарным биржам. Со временем выявились два недостатка этой организации. Во-первых, ее власть не распространялась на весь спектр фьючерсной торговли, поскольку она занималась в основном сельскохозяйственными товарами. Во-вторых, ее полномочия не соответствовали периоду бурного развития фьючерсного рынка в 70-е годы.

В 1974 г. был принят Закон о Комиссии по товарной фьючерсной торговле, который создал новый орган регулирования – КТФТ.

КТФТ является независимым регулирующим органом, назначаемым и подчиняющимся Конгрессу. Комиссия состоит из 5 членов, каждый назначается президентом и утверждается Конгрессом на пятилетний период. Основной обязанностью КТФТ является предупреждение манипулирования рынком, защита клиентов, и обеспечение выполнения фьючерсными рынками функции переноса риска и выявления цены.

### ***5.2.2. Регулирование фьючерсных бирж***

По закону, фьючерсные контракты могут заключаться только на фьючерсных биржах, а КТФТ является единственным органом, обладающим правом регистрации фьючерсных бирж (или контрактных рынков). Это право регистрации является важным инструментом, особенно учитывая тот факт, что отдельной регистрации подлежит каждый фьючерсный контракт.

КТФТ разработала требования для фьючерсных бирж. Эти требования касаются как предоставления подробного обоснования для предлагаемых фьючерсных контрактов, так и установления правил ведения торговли. Фьючерсные биржи должны получать одобрение в КТФТ по каждому новому правилу или изменению в правилах.

Комиссия имеет право изменить или дополнить правила ведения торговли, если это необходимо для поддержания порядка на рынке. В исключительных случаях КТФТ может отменить регистрацию контракта и остановить торговлю конкретным контрактом либо биржи в целом. Решение КТФТ может быть обжаловано в соответствующем суде.

Однако отмена регистрации контракта до настоящего времени Комиссией не применялась.

### **5.2.3. Регистрация участников**

КТФТ осуществляет регистрацию различных категорий профессиональных участников фьючерсной торговли. Регистрация также осуществляется Национальной фьючерсной ассоциацией. Процесс регистрации включает снятие отпечатков пальцев и предоставление полной информации об участнике.

В конце 80-х годов КТФТ предусматривала регистрацию шести различных категорий участников.

#### **5.2.3.1. Фьючерсные комиссионные купцы (ФКМ)**

Это официальный термин для обозначения того, что чаще называют брокерским домом. Любое физическое лицо или организация, осуществляющие прием приказов от клиентов и ведущие фьючерсные счета клиентов, могут быть зарегистрированы как ФКМ. Таким образом, ФКМ представляют собой как маленькие организации со штатом 1-2 человека, так и гигантские мультинациональные фирмы типа «Меррил Линч». На ФКМ распространяются весьма широкие нормы регулирования относительно ведения счетов, рекламы, контроля за служащими и финансового положения [5].

Прежде всего ФКМ должны обеспечить понимание клиентами риска, связанного с фьючерсной торговлей. Это требование выполняется главным образом путем подписания клиентом ряда документов, в том числе уведомления о риске, которое ясно описывают риск, связанный с фьючерсной торговлей,

ФКМ обязаны обеспечить отсутствие ложной или вводящей в заблуждение рекламы или же чрезмерно настойчивой техники продаж. КТФТ требует, чтобы ФКМ наблюдали за деятельностью своих служащих, КТФТ запрещает ФКМ или их служащим исполнение любых сделок для клиента без специального разрешения клиента, либо без письменного разрешения на данную деятельность, данную клиентом исполнителю счетов или другому лицу. Это правило предназначено для предупреждения так называемого вспенивания (термин, характеризующий чрезмерно активную торговлю по одному счету с целью генерирования комиссии).

Защита средств клиента – одно из основных требований Комиссии. КТФТ требует, чтобы ФКМ отделяли фонды клиента от средств самого ФКМ. Это требование должно предотвратить использование ФКМ средств клиента на собственные операции. ФКМ также запрещается использовать средства одного клиента для внесения депозита за другого клиента.

ФКМ должны обеспечить свою финансовую стабильность. КТФТ установила правила относительно минимума капитала, связывающее размер фьючерсной позиции клиента, которую может держать ФКМ, и нетто-капитал ФКМ. В основном ФКМ должны иметь нетто-капитал, равный или больше:

- 1) 100 тыс.долл. (или 50 тыс.долл. если ФКМ – член биржи) или
- 2) 4% от суммы депозитов клиентов.

#### *5.2.3.2. Брокеры в торговом зале*

Брокеры в торговом зале – лица, которые непосредственно заключают фьючерсные контракты в торговом зале от имени других участников. Основной упор в регулировании деятельности этой категории делается на то, чтобы они не извлекали личной выгоды из приказов клиентов. Механизм, используемый КТФТ, для этой цели, – это детальное фиксирование операций.

Брокеры должны фиксировать точное время, когда были получены приказы клиентов и время, когда они были исполнены. Они обязаны также фиксировать точное время любого изменения в приказе, сделанного клиентом (например, изменение количества или цены). Эта фиксация осуществляется с помощью специальной машины, пробивающей время, которую обязаны иметь брокеры. Брокеры также должны записывать на специальных карточках все сделки, которые они осуществляют. Сделки должны фиксироваться в точной хронологической последовательности и на карточке должно быть отмечено, осуществлялись ли сделка для клиента, либо для самого брокера [3].

Основная сложность в регулировании деятельности брокеров заключается в нахождении баланса между эффективностью и уменьшением возможности недобросовестного поведения. До определенного момента требования к брокерам вести последовательные записи операций весьма полезно, так как это увеличивает доверие к рынку. Но далее это требование может стать

столь обременительным, что станет препятствием для основной функции брокеров – исполнения приказов.

В идеале КТФТ желала бы иметь такую систему регистрации, которая позволила бы зафиксировать точное время исполнения каждого приказа. Однако брокеры справедливо указывают, что многие из них заключают в день сотни сделок, и нереальные требования просто парализуют их деятельность. В настоящее время на большинстве бирж от брокеров требуют вести записи, которые восстанавливали бы процесс торговли с определенными промежутками времени и так, чтобы фиксировалось время отдельных сделок с интервалом в 1 минуту. Другие системы, также одобренные КТФТ, используются на некоторых других фьючерсных биржах.

#### *5.2.3.3. Ассоциированные лица*

Термин «ассоциированные лица» включает несколько категорий, таких как исполнители счетов (account executives), ассистенты по продажам (sales assistants), управляющие отделениями (brand managers), и других лиц, связанных с ФКМ и деятельностью по приему приказов клиентов на заключение фьючерсных контрактов. Исключение составляют только те категории персонала, чьи функции являются только лишь вспомогательными.

На практике наблюдение за ассоциированными лицами КТФТ возлагает почти исключительно на ФКМ. Это вполне разумный подход, так как число ассоциированных лиц значительно – более 50 тыс. на конец 80-х годов, и они находятся в тысячах отделений по всему миру.

В 1983 г. КТФТ распространила регистрационный порядок на ассоциированных лиц, связанных с приемщиками заказов [2].

#### *5.2.3.4. Брокер-консультант*

Брокером-консультантом (commodity trading advisor) считается лицо, дающее рекомендации по фьючерсной торговле кому-либо за плату, за долю в прибыли, либо за вознаграждение в другой форме. Так, организаторы системы торговли, услуг по технике сделок и подобные им должны регистрироваться как брокеры-консультанты. Некоторые лица и организации, для которых прогнозы и информация о рынке является побочным продуктом их деятельности, освобождаются от регистрации. Это банки и трастовые компании, газеты и журналы,



издатели, журналисты, юристы, бухгалтеры, преподаватели, брокеры в торговом зале, ФКМ и биржи.

Регуляторный механизм для брокеров-консультантов включает раскрытие различной информации для потенциальных потребителей их услуг. Среди такой информации:

- имя каждого принципала брокера-консультанта вместе с указанием деятельности за последние пять лет,
- описание программы торговли, используемой брокером-консультантом (например, базируются ли решения на фундаментальной анализе, техническом анализе или на комбинации двух подходов),
- результаты деятельности брокера-консультанта для всех счетов, которые он ведет и всех его клиентов за последние три года. КТФТ требует, чтобы эти сведения были представлены по специальной форме, разработанной КТФТ,
- информацию о любом реальном или потенциальном конфликте интересов между торговой программой брокера-консультанта и любой другой его деятельностью, или деятельностью его принципалов,
- подробное описание всех платежей, которые он собирается брать,
- информация о любых юридических действиях против брокера-консультанта или любого из его принципалов за последние пять лет.

Смысл регулирования КТФТ в отношении брокеров-консультантов заключается в обеспечении потенциальных клиентов достаточной и правдивой информацией о консультанте и его программе для принятия им обоснованного решения на пользование его услугами.

#### 5.2.3.5. *Оператор товарного пула*

Операторы товарного пула (commodity pool operators) во многом похожи на брокеров-консультантов. Основное различие заключается в том, что оператор собирает средства различных клиентов и управляет ими, а не просто дает советы. КТФТ особенно внимательно наблюдает за операторами товарных пулов, которые управляют средствами большого числа клиентов, а операторы, оперирующие фондом менее 200 тыс.долл. или имеющие менее 15 участников, освобождаются от регистрации.

Поскольку операторы товарных пулов контролируют средства своих клиентов, они подвергаются еще более строгому контролю, чем брокеры-консультанты. В дополнение к той информации, которую представляют брокеры-консультанты, операторы должны дополнительно сообщать следующую информацию [6]:

1) любая доля собственности либо интереса в пуле, принадлежащая оператору или любому из его принципалов,

2) способ, которым пул будет выполнять требования по внесению первоначального депозита,

3) описание процедуры выкупа доли в пуле и любых ограничений передачи долей (интересов) в пуле,

4) все виды платежей и комиссионных или других расходов, уплачиваемых пулом или его принципалами в связи с образованием пула или в связи с запросом на средства для пула,

5) положение, устанавливающее предел ответственности участников пула сверх средств, внесенных ими в пул.

Оператор товарного пула обязан также предоставить каждому участнику пула ежегодный финансовый отчет, содержащий детальную информацию, форма которого определена КТФТ. Есть также нормы, относящиеся к ведению записей и рекламы.

#### *5.2.3.6. Брокеры-приемщики заказов*

Регистрация этой категории была предусмотрена с 1982 года. Брокеры-приемщики заказов (introducing brokers) – это независимые агенты, ведущие дела с одним или несколькими ФКМ, но сами они не являются ни ФКМ, ни служащими ФКМ.

Брокеры-приемщики заказов являются связующим звеном между ФКМ и ассоциированными лицами ФКМ. Они осуществляют работу следующим образом: имеют офис с соответствующим оборудованием и связью. Их работа заключается в сборе заказов клиентов, однако в отличие от ФКМ, они не проводят эти позиции по своим книгам, а передают их ФКМ.

Требования КТФТ к этой категории:

1) представление регистрационных документов,

2) минимальный нетто-капитал 20 тыс. долл. или соглашение с ФКМ, одобренное КТФТ, в котором ФКМ берет на себя ответственность по обязательствам брокера-приемщика заказов.

#### *5.2.4. Регулирование торговой практики*

Регулирование торговой практики призвано выполнять две ключевые задачи:

- Обеспечить совершение фьючерсных операций в соответствии с правилами конкуренции и методом открытого выкрика.
- Предотвратить манипулирование ценами, т. е. намеренное создание искусственных цен или цен, которые не отражают спрос и предложение.

Торговые правила бирж весьма сложны и детальны, на разных биржах часто отличаются друг от друга. Однако все они должны быть одобрены КТФТ. Целесообразно рассмотреть это регулирование с различных сторон и с точки зрения различных участников.

##### *5.2.4.1. Брокеры в торговом зале*

Регулирование деятельности брокеров направлено на обеспечение исполнения приказов клиентов путем открытой и конкурентной торговли. Особое внимание КТФТ и биржи уделяют предотвращению возможного использования брокерами приказов клиентов к собственной выгоде. Среди наиболее важных моментов регулирования их деятельности следующие [6]:

- Брокер не должен осуществлять сделку для себя, имея приказ клиента на тот же фьючерсный контракт. Это правило предназначено для предупреждения опережения приказов клиентов. Пример: покупка 100 контрактов брокером для себя до исполнения приказа клиента на покупку 100 контрактов для клиента. Покупка 100 фьючерсных контрактов приведет к повышению цены и создаст прибыль по сделке самого брокера.
- Брокер не должен прямо или косвенно становиться противоположной стороной приказа клиента за исключением случаев, когда это делается с согласия клиента и по правилам биржи. Например, это правило запрещает брокеру исполнять приказ клиента на покупку фьючерсного контракта путем продажи ему контрактов самим брокером по искусственно завышенной цене.

Ограничения на заключение сделок с клиентом являются в некоторых случаях противоречивыми, так как это иногда

приносит выгоду клиенту. На неликвидных фьючерсных контрактах брокер, торгующий также для себя, возможно, захочет стать второй стороной по сделке клиента по более благоприятной для последнего цене, чем кто-либо другой на ринге.

- Брокер не должен заранее договариваться о сделке. Он не может договариваться с другим брокером о том, что тот станет контрагентом клиента. Он также не должен объединять приказы на покупку и продажу от своих клиентов вне торгового зала. В такой ситуации он должен осуществить либо каждый приказ отдельно на ринге или осуществить кросс по правилам своей конкретной биржи. Запрет на пересечение приказов работает иногда против клиентов. Например, если июньские фьючерсные контракты на нефть предлагаются по цене 15,10 долл./15,14 долл., брокер с отдельными приказами на покупку пяти контрактов и продажу пяти контрактов скорее всего купит по 15,14 долл. и продаст по 15,10 долл. Если бы можно было взаимодовлетворить, то приказы были бы исполнены по 15,12 долл. к выгоде обоих клиентов.
- Брокеры не могут раскрывать содержание приказов, которые они имеют от клиентов. Так, если у брокера приказ на продажу 500 контрактов, он не должен намекать об этом другим брокерам на ринге с тем, чтобы они заняли противоположную позицию по сделке, а потом поделили с ним прибыль.
- Брокер должен распределять операции в строгом соответствии с правилами биржи. Это означает, что он не может купить 100 фьючерсных контрактов для 6 различных клиентов, а затем отдать контракты с низшими ценами кому-то из них по своему выбору.

Говоря о регулировании деятельности брокеров, следует особо акцентировать, что это регулирование направлено на обеспечение честного исполнения приказов, но оно не может гарантировать компетентного исполнения. Некоторые из брокеров имеют меньше способностей, чем другие, и будут иметь и худшие результаты. КТФТ и биржи отвечают за контроль над честностью брокеров, а клиенты и ФКМ должны сами наблюдать за их компетентностью.

#### 5.2.4.2. ФКМ

Регулирование в отношении ФКМ направлено на обеспечение честного и конкурентного исполнения приказов клиентов. В основном от ФКМ требуется передавать все приказы на соответствующий ринг и

установить такой порядок, при котором знание приказов клиентов не использовалось к выгоде ФКМ или связанного с ним лица. Среди наиболее важных особые норм регулирования выделяют следующие [2]:

- ФКМ, ведущие операции за свой счет, должны осуществлять внутренний контроль за тем, чтобы приказы клиентов передавались на ринг до собственных приказов, если речь идет об одинаковых контрактах, т. е. ФКМ не должны пересекать своих клиентов. На практике запрет на пересечение довольно сложен. Например, представим, что у ФКМ есть 100 отделений, и они используют фьючерсные контракты на казначейские обязательства для хеджирования своего портфеля ценных бумаг. Только случай гарантирует, что приказы самих ФКМ придут на ринг до приказов клиентов. Поскольку непрактично регулировать столь чисто случайные эпизоды, КТФТ требует, чтобы приказы клиентов имели приоритет «по мере возможности» и ищет соответствующую защиту. Такая защита может включать прохождение приказов клиентов и собственных приказов ФКМ разными внутренними путями и запрет торговцам, ведущим собственные операции ФКМ, выполнять приказы клиентов.
- ФКМ, как и брокер, не должны сознательно выступать противоположной стороной приказов своих клиентов. Термин «сознательно» является важным в этом случае. ФКМ, использующий нескольких брокеров, может случайно оказаться противоположной стороной сделок своих клиентов.
- Все ФКМ должны обеспечить, чтобы приказы их клиентов были осуществлены на соответствующем ринге в соответствии с правилами биржи и КТФТ. Так, если в Нью-Йорке офис ФКМ получает одновременно приказ от клиента А на покупку 10 июньских контрактов на золото по 425,00 долл. и приказ на продажу 10 июньских контрактов по 425,00 долл., он не может взаимозачесть эти приказы в своем офисе. Оба приказа должны быть отправлены на ринг, торгующий фьючерсными контрактами на золото, и исполнены согласно правилам биржи COMEX. Этот пример показывает также запрет КТФТ на внебиржевую торговлю. Для данного случая это не столь важно, но предположим, что лимит цены на продажу был бы 424,00 долл. вместо 425,00 долл. Имелся бы разрыв в 1 долл., в пределах которого цены можно было бы стыковать, и в результате один или оба клиента имели бы менее благоприятную цену, чем путем

исполнения приказов в торговом зале биржи методом открытого выкрика.

#### *5.2.4.3. Торговцы за свой счет*

Регулирование, касающееся торговли за свой счет, направлено на предотвращение манипулирования рынком, создания корнеров и т. п. Это делается путем установления лимитов на открытую позицию и требований о ведении записей.

КТФТ имеет право устанавливать лимиты как на объем торговли фьючерсными контрактами, так и на позицию для всех участников рынка. Лимиты на торговлю в пределах одного дня были сняты в 1979 г., поскольку они не были необходимыми для предотвращения манипуляций, но могли повредить ликвидности.

Лимиты на открытую позицию остаются важным рычагом регуляторной политики. Они являются главным инструментом для предотвращения пулов или корнеров. Эти лимиты появились в регулировании фьючерсных рынков еще в Законе 1936 г. Однако вначале контролирующий орган мог устанавливать лимиты только для некоторых рынков – прежде всего для производимой в США сельскохозяйственной продукции. По мере увеличения числа рынков, многие крупные и важные фьючерсные рынки остались без лимитов (золото, серебро, какао, сахар, финансовые рынки).

Кризис на рынке серебра в 1979-1980 гг., когда семья Хантов из Техаса собрала более 18 тыс. фьючерсных контрактов на серебро (плюс существенное количество физического металла), заставил КТФТ распространить практику лимитов на все фьючерсные рынки США. В 1982 г. КТФТ ввела правила, требующие от фьючерсных бирж установить лимиты открытой позиции для всех финансовых фьючерсных контрактов. Установленные лимиты отслеживаются КТФТ.

Говоря о лимитах открытой позиции, следует сделать некоторые оговорки:

- они не применяются для операций хеджеров. Хеджеры имеют или будут иметь позицию на наличном рынке, и, следовательно, не представляют нетто-длинную или нетто-короткую позицию., которая могла бы повлиять на общий уровень цен. Хеджеры, желающие снять лимиты, должны подать прошение на соответствующую биржу, документально подтвердив, что их сделки являются истинно хеджевыми сделками.

- При установлении лимитов КТФТ анализирует все счета, контролируемые одним лицом, либо несколькими лицами, действующими согласованно. Это означает, что кто-либо не может обойти лимиты, открыв счета на имя своих друзей. Это также означает, что операторы торговых пулов, управляющие несколькими пулами, должны объединить позиции пулов.

Требования в отношении контрольного лимита являются другим ключевым инструментом КТФТ. Для каждого фьючерсного контракта установлен такой лимит, и любой трейдер, имеющий общую позицию равную или превышающую этот лимит, должен заполнить определенные формы отчетности на бирже, где ведется торговля фьючерсными контрактами, и в КТФТ.

В первый раз, когда позиция клиента совпадает или превышает контрольный лимит для любого фьючерсного контракта, ФКМ, ведущие этот счет, должны заполнить документы на соответствующей бирже и в КТФТ. Эта форма требует детальной информации, относящейся к фьючерсной позиции клиента и должна дополняться каждый день, пока позиция остается превышающей лимит.

КТФТ требует также от трейдеров, имеющих позиции, превышающие лимит отчетности, ежегодно заполнять специальную форму. В этой форме трейдер должен сообщить определенную информацию о себе и о природе своей торговой деятельности.

### ***5.2.5. Усиление регулирующих мер КТФТ***

Закон 1974 г. дал КТФТ существенную власть в области усиления регулирования фьючерсных рынков. В некоторых случаях предусматриваются непосредственные акции КТФТ, в других – частные претензии к нарушителям норм регулирования. Наиболее существенные процедуры усиления режима:

- КТФТ имеет право пересматривать все дисциплинарные меры, предпринятые биржей в отношении какого-либо своего члена и изменить принятое решение,
- КТФТ имеет право приостановить либо отозвать регистрацию кого-либо на фьючерсном рынке по ряду причин. Регулирование предусматривает двухступенчатую процедуру использования этой санкции. В случае некоторых серьезных нарушений (уголовные преступления) регистрация приостанавливается немедленно. Для менее серьезных нарушений (например, отсутствие должного

контроля за служащими) проводятся сначала слушания, а потом может быть наложено прерывание членства,

- КТФТ имеет право требовать от федерального суда выписать ордер о прекращении нарушений закона о фьючерсной торговле и регулирующих норм,
- КТФТ может сама выписать ордер против кого-либо, кто подозревается в нарушении регулирования (перед этой процедурой проводятся слушания),
- КТФТ может использовать свое право на административные действия против нарушителей.

В этом случае специальный судья проводит расследование того, имело ли место нарушение. Если да, то он может наложить штраф до 100 тыс. долл., прервать или отозвать регистрацию и запретить нарушителю вести фьючерсную торговлю на всех биржах США.

Закон о КТФТ предусматривает порядок, согласно которому физическое лицо или частная компания могут произвести действия против любого лица или организации, зарегистрированного КТФТ как профессионал фьючерсного рынка. Частное лицо, подающее жалобу против нарушителя Закона о КТФТ, может выбирать способ рассмотрения своей жалобы.

#### **5.2.6. Организация КТФТ**

Как отмечалось ранее, КТФТ является независимым федеральным органом, назначаемым Конгрессом. Комиссия состоит из 5 членов, включая председателя. Каждый из них назначается президентом с согласия Сената на срок пять лет. Согласно закону не более трех членов Комиссии могут принадлежать к одной политической партии. Местонахождение комиссии – Вашингтон. Она имеет региональные офисы в Нью-Йорке, Чикаго, Канзас-Сити и Лос-Анжелесе и субрегиональный офис в Миннеаполисе.



## ГЛАВА 6. РАЗВИТИЕ СИСТЕМЫ ЭЛЕКТРОННОЙ БИРЖЕВОЙ ТОРГОВЛИ

История электронной биржевой торговли насчитывает 10 лет. Это одно из новейших явлений в развитии техники проведения операций на международных товарных биржах. По сути, это принципиально новый подход к процессу ведения биржевого торга. ЭВМ нашли применение в биржевой торговле задолго до появления первой электронной биржи. Но в то время они выполняли лишь вспомогательные функции, т. е. способствовали функционированию товарных бирж, обеспечивая быстрый доступ к информации и определенный порядок работы [1].

Вплоть до недавнего времени компьютерная технология использовалась биржами только для высвечивания на электронных табло и передачи по средствам связи биржевых цен, формирующихся в «кольце», и цен на биржевые товары крупнейших дилеров, а также для учета биржевых сделок и контроля и регулирования портфеля активов в рамках самих фирм-членов биржи. Хорошим примером служит всемирно известная система информации агентства «Рейтер». Установив у себя в офисе специальный терминал, подключенный к информационному каналу агентства, вы получаете возможность «присутствовать» на торгах крупнейших мировых бирж, знать текущие цены крупнейших фирм-дилеров на биржевые товары, а также в числе первых узнавать политические и экономические новости. Своевременно выявленная тенденция изменения цены на какой-либо товар может сыграть в деятельности предприятия огромную роль, но для выявления такой тенденции специалисту необходим, прежде всего, регулярный источник свежей информации. Поэтому значение рейтеровского терминала, хотя его установка и функционирование требуют определенных финансовых затрат, нельзя недооценивать. В нашей стране опыт использования таких терминалов имеется в практике внешнеторговых объединений. Например, в ВВО «Разноимпорт», занимающимся экспортом и импортом цветных металлов, в отделе конъюнктуры и цен установлен терминал агентства «Рейтер», благодаря чему сотрудники отдела, находясь в Москве, за несколько тысяч километров от Лондона, имеют возможность непосредственно наблюдать за ходом торгов на Лондонской бирже металлов (с запаздыванием во времени всего в 1-2 минуты). Информационные системы типа «Рейтер» дают возможность наблюдать за ходом

биржевых торгов, но не участвовать в них. Традиционно сама биржевая торговля осуществлялась в определенном биржей месте и в определенное время путем непосредственного общения между собой брокеров. Проблема автоматизации непосредственно самого процесса торговли в биржевом кольце возникла относительно недавно и долгое время находилась в обсуждении. Однако в 1985 году начала функционировать первая электронная биржа, и в настоящее время процесс автоматизации идет весьма активно как на вновь возникающих биржах, так и на уже существующих. И те, и другие заинтересованы в том, чтобы привлечь к себе клиентов со всего мира, снизить операционные издержки и повысить качество выполнения заказов. Последние достижения в компьютерной технологии сместили акценты в обсуждении данной проблемы с вопросов технической осуществимости на вопросы принципов работы и структуры электронной биржи.

### **6.1. Обзор современных электронных биржевых систем**

В настоящее время в мире товарные биржи используют системы электронной торговли. Новые электронные системы были введены на товарных биржах Австрии, Бельгии, Финляндии, Италии, Японии, Сингапура, Испании, Швеции, США и Великобритании. Самая первая система была установлена на Новозеландской фьючерсной и опционной бирже. Из крупных электронных систем, введенных в действие в последние 2-3 года, можно перечислить следующие: система «Глобэкс» на Чикагской коммерческой бирже, система «Проект А» в Чикагской торговой палате и система «ЭКСЭЗ» на бирже «НАЙМЕКС». Из товарных бирж, использующих в настоящее время системы электронной торговли, некоторые являются полностью автоматизированными, т. е. торговля на этих биржах ведется исключительно электронным способом. Это следующие биржи [2]:

- Бельгийская фьючерсная и опционная биржа (Belgian Futures and Options Exchange),
- Датский Фонд гарантий фьючерсов и опционов (Guarantee Fund for Danish Futures and Options),
- Опционный рынок Финляндии (Finnish Options Market),
- Немецкая товарная биржа (Deutsche Terminboerse),
- Ирландская фьючерсная и опционная биржа (Irish Futures & Options Exchange),
- Новозеландская фьючерсная и опционная биржа (New Zealand Futures & Options Exchange Ltd.),

- Опционный рынок Швеции и Великобритании (OM London and OM Sweden),
- Итальянский фьючерсный рынок (Mercato Italiano Futures),
- два Испанских рынка финансовых фьючерсов (Mercado Espanol de Futuros Financieros Renta Fija S.A. и Mercado Espanol de Futuros Financieros Renta Variable S.A.),
- Зерновая биржа в Осаке (Osaka Grain Exchange),
- Подразделение биржи ценных бумаг в Осаке (Osaka Securities Exchange),
- Биржа сахара в Осаке (Osaka Sugar Exchange),
- Австрийская фьючерсная и опционная биржа (Osterreichische Termin und Optionenboerse),
- Ассоциация каучука Сингапурской товарной биржи (Rubber Association of Singapore Commodity Exchange),
- Швейцарская биржа опционов и финансовых фьючерсов (Swiss Options & Financial Futures Exchange),
- Токийская товарная биржа (Tokyo Commodity Exchange),
- Токийская зерновая биржа (Tokyo Grain Exchange),
- Международная Токийская биржа финансовых фьючерсов (Tokyo International Financial Futures Exchange),
- Подразделение Токийской фондовой биржи (Tokyo Stock Exchange),
- Токийская биржа сахара (Tokyo Sugar Exchange).

Остальные шесть бирж используют электронные системы в сочетании с традиционной торговлей в биржевом «кольце»: либо во время обычных торговых сессий (т. е. параллельно с обычными торгами)—так делают Чикагская торговая палата в системе «Проект А», Лондонская биржа «ФОКС» и Лондонская биржа «ЛИФФЕ» только по фьючерсным контрактам на долгосрочные казначейские облигации Японии; либо после закрытия обычных торговых сессий (т. е. в дополнение к обычным торгам) – так делают Чикагская торговая палата и Чикагская коммерческая биржа в системе «Глобэкс», Лондонская биржа «ЛИФФЕ», американская биржа «НАЙМЕКС» и Сиднейская фьючерсная биржа. Из шести бирж, использующих электронную систему в сочетании с обычным биржевым торгом, ни одна биржа (с одним единственным исключением) не ведет торговлю ни одним контрактом одновременно и в биржевом «кольце», и электронным способом. Единственное исключение – это Чикагская торговая палата, на которой торговля фьючерсными контрактами на казначейские облигации идет параллельно в биржевом «кольце» (со сроками

исполнения в ближайшие месяцы) и в электронной системе «Проект А» (со сроками исполнения в более отдаленные месяцы).

За 1990-1992 годы количество систем электронной торговли на товарных биржах резко увеличилось. Большинство новых бирж, торговля на которых началась после 1990 года, предпочли использовать исключительно электронные системы, отказавшись от традиционного биржевого «кольца». Исключение из этого списка вновь образованных бирж составляет Бразильская товарная фьючерсная биржа. Хотя она создана совсем недавно, по объемам торговли (традиционно исчисляемым в контрактах) она сейчас занимает шестое место в мире, и торговля на ней осуществляется традиционным способом – путем «открытого выкрика» в биржевом «кольце». Все биржи (за исключением японских), которые начинали свою деятельность с привычного биржевого «кольца», а затем ввели у себя электронные системы, все-таки сохранили привычный для всех торг в биржевом «кольце» [3].

### ***6.1.1. Предметы электронной торговли***

Предметами электронной биржевой торговли являются, в основном, финансовые контракты, то есть фьючерсы и опционы на валюты, фондовые индексы, процентные ставки и т. п., за пределами Японии электронные биржевые системы почти не используются в торговле сырьевыми товарами, при том что в настоящее время торговля традиционными биржевыми товарами – сельскохозяйственными продуктами, металлами, нефтью и нефтепродуктами – идет очень активно на американских и европейских биржах. Однако на электронных биржах Европы и США торгуют различного рода индексами, государственными облигациями, казначейскими обязательствами, банковскими векселями, процентными ставками по депозитам, валютами и т. д. Исключениями в данном ряду являются:

- фьючерс и опцион на белый сахар (на Лондонской бирже «ФОКС»),
- фьючерсные контракты на шерсть и живой скот (на фьючерсной бирже в Сиднее (Австралия),
- фьючерс на шерсть (на Новозеландской фьючерсной и опционной бирже),
- фьючерсные контракты на различные сорта каучука (на Сингапурской товарной бирже),
- фьючерсы на нефть и нефтепродукты, а также фьючерсы и опционы на платину (на американской бирже «НАЙМЕКС»).

### **6.1.2. Электронные алгоритмы для заключения сделок**

Важным в характеристике любой системы электронной биржевой торговли является алгоритм, используемый данной системой для заключения биржевых сделок.

Большинство систем электронной торговли в настоящее время применяют для подбора покупателей и продавцов алгоритм «цена/время», т. е. приоритет при заключении сделок получают те команды, которые содержат наилучшую цену (самую высокую цену покупателя и самую низкую цену продавца), а среди команд с одинаковой ценой приоритет отдается той команде, которая была введена в систему раньше всех по времени. Этот алгоритм используется на 21 из 27 бирж, на которых ведется электронная торговля.

Электронная система на Лондонской бирже «ЛИФФЕ» применяет алгоритм, имитирующий обычный торг в биржевом «кольце». Иначе говоря, используется метод «наилучшей цены» в сочетании с методом распределения объема (количества) товара поровну между несколькими покупателями/продавцами. На некоторых японских биржах – Токийской зерновой, Токийской бирже сахара, зерновой бирже в Осаке и бирже сахара в Осаке – установлена электронная система «CTS», в которой для фьючерсов («CTS-1») используется метод электронного аукциона (т. е. все сделки за день проходят по одной и той же «цене дня» – цене, сложившейся в результате проведенного электронной системой аукциона), а для опционов («CTS-2») используется алгоритм «цена/время».

## **6.2. Схема функционирования и особенности системы электронной торговли**

### **6.2.1. Общая характеристика и основные компоненты электронной биржевой системы**

В настоящее время в мире действуют самые различные системы электронной биржевой торговли, однако все эти системы строятся, по сути, по одной и той же схеме: центральный компьютер с разветвленной сетью, обеспечивающей работу определенного количества терминалов. Любая электронная биржевая система включает в себя три главных компонента:

1. Рабочая станция члена биржи – участника торговли (трейдера) (Trader Station) – при помощи нее брокеры участвуют в торговле,

получая рыночную информацию и вводя в систему свои приказы на покупку или продажу;

2. Линия связи (Communications Link) – средство для осуществления диалога между брокером и центральной биржей;
3. Центральная биржевая система (Central Exchange System) – обеспечивает сведение всей рыночной информации и выполнение приказов брокеров.

Основными техническими требованиями к электронной системе являются надежность и эффективность. При разработке такой системы ставится цель – обеспечить гарантированный доступ и скорость передачи информации, которые бы фактически не уступали по своей эффективности человеческому общению. Решение этих двух задач не так просто в техническом плане, однако вполне возможно на современном уровне технологии [4].

Функциональные возможности в плане выполнения правил заключения сделок и распространения информации обеспечиваются прикладным программным обеспечением. В настоящее время существуют различные концептуальные подходы, в рамках которых по-разному решаются вопросы о видах приказов и котировок, о продолжительности действия приказов, о принципах распределения сделок между покупателями и продавцами, об уровне сложности (изошренности) применяемой техники торговли, т. е. об использовании спрэдов, арбитража и приказов с ограничительными условиями. Разработать прикладные программы для центральной биржевой системы, которые бы обеспечивали выполнение основных функций системы, не так уж сложно. С гораздо большими трудностями сталкиваются разработчики при решении таких задач, как уровень сложности правил заключения сделок, надежность и эффективность. Если учесть, что количество видов товаров и финансовых инструментов, которыми ведется торговля на современных товарных биржах, весьма велико, причем торговая активность по ним весьма различная; если учесть, что продолжается рост как числа участников биржевой торговли, так и количества биржевых товаров, то необходимо признать, что разработанные на сегодняшний день основные принципы электронной торговли еще далеки от совершенства.

Информация, собираемая центральной системой, представляет собой очень полезную базу данных (в динамике), содержащую сведения о рыночной активности и тенденциях рынка. Это создает гораздо лучшую основу для экономического анализа, что приносит пользу как брокерам, так и самой бирже. Целостность и своего рода «честность»

электронной биржи устраняет растущие опасения государственных служб, самих бирж и общественности по поводу недобросовестной торговой практики. Электронная центральная биржевая система обеспечивает расчетным палатам и их членам средства для более тщательного надзора и своевременного получения данных для контроля за риском [4].

### ***6.2.2. Иллюстрация функционирования электронной торговли (на примере системы «АТС/2»)***

Для иллюстрации функционирования электронной биржи взята система «АТС/2» («Automated Trading System» – АТС/2). Она разработана подразделением Международной расчетной палаты в Лондоне («ICSH Financial Markets Limited»), которое с 1984 года стало активно участвовать в разработке и внедрении систем электронной биржевой торговли. Первоначальная разработка – «АТС/1» – была предназначена для Новозеландской фьючерсной и опционной биржи. Ее задача была создать в Новой Зеландии электронный рынок, доступ к которому имели бы несколько географически разбросанных торговых центров. Новозеландская биржа, возникшая в 1985 году, стала первой успешно функционирующей полностью автоматизированной фьючерсной биржей, которая обеспечивала функции торговли, клиринга и учета через единый компьютерный терминал, устанавливаемый в офисе у каждого члена биржи. В 1987 году та же система – «АТС/1» – была внедрена на Лондонской бирже «ФОКС», где она успешно функционировала в течение двух лет. В 1989 году ее сменила другая система («FAST»).

Вскоре благодаря растущему интересу к идее электронной биржи и возросшему уровню технологии, была разработана вторая система – «АТС/2». В мае 1989 года она была внедрена на Ирландской фьючерсной и опционной бирже, расположенной в Дублине. Данная система установлена также на Бельгийской фьючерсной и опционной бирже, Люксембургской фондовой бирже и на некоторых других. В настоящее время к введению у себя этой системы готовится целый ряд бирж.

Система «АТС/2» была разработана как наиболее общая система электронной торговли, которая в равной мере подходит и для сырьевых товаров, и для финансовых инструментов (с использованием как фьючерсов, так и опционов). Эта система позволяет бирже в индивидуальном порядке решать, в каком виде представлять

информацию и какие правила использовать. Доступ к бирже – будь то на основе местного или международного членства – осуществляется через самые различные сети.

#### Доступ и защита

Система «АТС/2» имеет функцию доступа и защиты с тем, чтобы только трейдеры, являющиеся членами биржи, могли подключиться к системе и участвовать в торговле. Биржа имеет возможность осуществлять контроль за доступом, причем она может проверить, к каким из функций «АТС/2» у трейдера имеется доступ, и проконтролировать его. Пользователь подключает свою рабочую станцию к бирже, вводя свое обозначение и пароль.

#### Просмотр рыночной информации

«АТС/2» снабжает трейдера информацией о том, что происходит на рынке. Эта информация пересылается в его рабочую станцию в реальном времени. Существуют три вида рыночной информации, заложенные в системе «Окно рынка»(Market Window). Показывает набор товаров, торговля которыми ведется на данном рынке или его сегменте. По каждому товару показаны последние на данный момент цены покупателя и продавца и соответственно указаны количества данного товара. Форма представления этой информации очень гибкая, и она может быть подобрана индивидуально с учетом требования биржи и особенностей торгуемых товаров.

Трейдерские новости (Trader News или Trader Ticker). В этом окне показывается информация необходимая данному трейдеру. Например, центральная биржевая система автоматически пошлет трейдеру сообщение о введении им ошибочного приказа, а в случае заключения сделки сразу же пошлет уведомление об этом.

Рыночные новости (Market News или Market Ticker). В этом окне показывается наиболее общая информация о рынке в целом. Трейдер может выбрать, о каких рынках он хотел бы получать информацию, и организовать у себя на экране дисплея несколько параллельных окон.

#### Ввод приказов

Трейдер может очень быстро подать приказ по любому из рынков, к которым у него есть доступ, при этом он использует клавиатуру или «мышь» для осуществления ввода. Приказ вводится путем выбора нужного товара в «Окне рынка», а затем выбора вида приказа из меню. Если трейдер хочет продать/купить стандартное количество товара по текущей рыночной цене, то он просто выбирает нужное ему количество из меню, и приказ считается поданным. Если же он хочет указать свои собственные количество или цену, или добавить какие-либо



специальные условия, он может вызвать специальное окно для ввода приказа.

Ввод приказа (Order Input). В режиме этого окна трейдер может ввести особенные для данного приказа количество, цену или иные условия. Затем он подает приказ, нажимая клавишу «deal».

Виды приказов (Order Types). Это режим выбора вида приказа. Например, приказ «все или ничего» оговаривает, что все указанное количество товара должно быть куплено/продано, в противном случае приказ должен быть отменен. «Действует до отмены» означает, что приказ действителен до тех пор, пока не найдется трейдер контрагент; если его нет, то приказ действует до тех пор, пока трейдер сам не отменит его, или пока не кончится торговая сессия.

#### Заключение сделок

«АТС/2» обеспечивает выбор методов заключения сделок. Обычный режим – «Непрерывная торговля» («Continuous Trading»), в котором трейдеры постоянно подают заказы на покупку и продажу, а центральный компьютер постоянно ведет работу по подбору продавцов и покупателей для заключения сделок. Биржа может внести свои особенности в правила, по которым осуществляется подбор заявок на покупку и предложений на продажу. Особенности могут быть следующие. Например, если поступили два одинаковых по содержанию заказа на покупку, то имеющееся количество товара может быть распределено поровну между ними, а может быть отдано тому, чей заказ пришел первым. Система способна использовать самые различные методы торговли. Например, система может проводить электронный аукцион, при этом заявки и предложения на данный товар будут в течение определенного времени собираться с тем, чтобы в итоге установилась «справедливая» цена на данный товар в этот день. После того как цена дня будет установлена, все сделки будут зарегистрированы по данной цене.

#### Ведение книги учета приказов

Трейдер имеет возможность вести учет и контролировать заказы, которые он передает на биржу.

Запрос заказа (Order Enquiry). В данном режиме трейдер может просмотреть все заказы, которые он передал на биржу, и уточнить, на какой стадии выполнения они находятся в текущий момент.

Поправка/отмена заказа (Order Amend/Cancel). В заказы, введенные ранее в систему, могут быть внесены изменения в отношении цены или количества, или же эти заказы могут быть отменены.

«Блокнот для записей» («Scratch Pad»). В режиме каждого окна рынка трейдер может открыть окно для рабочих записей. Это его «личное» пространство, в котором он может скомпоновать целую цепь приказов, а затем передать их все вместе на биржу. Использование «блокнота» очень удобно, так как позволяет трейдеру одним действием отозвать сразу все свои приказы, изменить их и вновь отправить на биржу. В системе еще существуют режимы «Export» и «Import», которые преобразуют отдаваемые приказы из/в другие компьютерные форматы.

#### Рассылка информации

Центральная биржевая система снабжена функциями передачи информации рабочим станциям трейдеров. Как уже говорилось выше, информация о ценах и сведения о заключенных сделках появляются на экране дисплея рабочей станции в режимах «Окно рынка», «Трейдерские новости» и «Рыночные новости». Вполне возможным является подсоединение электронной биржевой системы к различным информационным каналам (Рейтер, ИТАР-ТАСС и т. п.) для того, чтобы трейдер имел возможность получать информацию общего характера и учитывать ее в своей деятельности.

#### Надзор

Служба государственного надзора должна убедиться в том, что торговля на данной бирже идет честно и открыто. Руководство биржи также заинтересовано в этом, поэтому рассчитывает на возможность контроля за биржевой торговлей. Система «АТС/2» дает руководству биржи возможность в любой момент видеть все операции, которые осуществляются на бирже. Система регистрирует каждое действие, каждый приказ, каждую сделку, и таким образом Диспетчер биржи (Exchange Monitor) может всегда запросить любой из регистрирующих файлов для расследования поведения трейдера.

#### Контроль

Биржа может установить целый ряд параметров, в соответствии с которыми будет автоматически контролироваться биржевая торговля. Простейшие параметры – время начала и конца торговой сессии.

### **6.2.3. Особенности работы системы «Глобэкс»**

В настоящее время, по признанию многих специалистов, одна из наиболее популярных и перспективных электронных систем – это система «Глобэкс» («Global Exchange», Globex). Это международная система электронной торговли фьючерсными и опционными контрактами. Она начала функционировать в первой половине 1992 года. Данная система была разработана совместно агентством «Рейтер» и Чикагской коммерческой биржей.

К системе «Глобэкс» присоединилась в 1992 году Чикагская торговая палата. Французская биржа «МАТИФ» также принимает участие в «Глобэкс» на полноправной основе. Целый ряд бирж намерен присоединиться в ближайшее время к этой системе и ведет переговоры на эту тему. Среди них: американская биржа «НАЙМЕКС», фьючерсная биржа в Сиднее, Лондонская биржа «ЛИФФЕ», Сингапурская международная валютная биржа, немецкая товарная биржа и некоторые другие. Система «Глобэкс» в настоящее время работает после закрытия обычных биржевых сессий в Чикаго (с 17.45 до 6.00). Система использует для подбора продавцов и покупателей алгоритм «цена/время».

Каждая сделка в системе «Глобэкс» проходит несколько последовательных этапов [3]:

1. Введение приказов через терминалы «Глобэкс».
2. Проверка в специальном контролирующем модуле системы кредитоспособности трейдера (по параметрам, выработанным членами расчетной палаты).
3. Подбор приказов покупателей и продавцов по алгоритму «цена/время».
4. Сразу после заключения сделки информация о выполненных приказах отсылается обратно на те терминалы, с которых поступили данные приказы. Тем временем еще неисполненные приказы продолжают оставаться в системе до тех пор, пока они не будут выполнены или отозваны.
5. Сразу после совершения в системе сделки всем продавцам, участвующим в торговле, посылаются информация о последней на данный момент цене, по которой был продан товар, и данные о количестве товара, а также последняя на этот момент информация о наилучших ценах покупки и предложения с указанием количества товара.

6. После того как придет подтверждение сделки, отчет о ней направляется в расчетную палату, где осуществляется клиринг.
7. В расчетной палате в соответствии с результатами сделки вносятся изменения в счета продавца и покупателя в отношении числа открытых позиций и маржи.

Многие американские брокерские компании стали участвовать в электронной торговле через систему «Глобэкс». Они предприняли ряд мер, чтобы клиентам было как можно удобнее пользоваться электронной системой, то есть постарались сделать практически незаметным для своих клиентов переход от торговли в рамках обычной биржевой сессии к этому новому виду торговли.

Прямые линии связи, по которым днем передаются команды в Лондон и Токио, в конце дня отключаются, но вместо них теперь начинает работать «Глобэкс». Во время обычной биржевой торговой сессии клиенты привыкли слышать комментарии о том, что происходит на рынке, и это дает им возможность быстро сориентироваться и, если нужно, позвонить по телефону и отдать соответствующий приказ. Брокерские компании постарались организовать то же самое и во время работы электронной биржи. В ходе обычного биржевого торга служащие брокерских компаний, находясь в «кольце», пытаются уловить процессы, происходящие в среде брокеров, быстро сообщить наилучшие на данную минуту цены продавцов и покупателей и оценить текущие объемы торговли на рынке. Ночью служащие компаний стараются делать то же самое: следят за цифрами на экране, сообщая наилучшие цены на покупку и на продажу и количества контрактов.

### **6.3. Преимущества и недостатки электронной биржевой торговли**

Главное преимущество электронной биржи заключается в возможности проведения торговых операций в любое время суток. У брокеров появляется возможность торговать в те часы, когда обычная биржа закрыта, т. е. это потенциальная дополнительная прибыль для брокерских компаний. Брокеры получают максимальный доступ на рынки. Для брокера очень выгодно то, что ему необязательно все время лично присутствовать на торгах в биржевом «кольце», а можно находиться практически в любой точке земного шара. Дополнительное преимущество электронной биржи – это, как правило, более низкие операционные издержки. По мнению крупных брокеров, участвующих в электронной торговле, электронная система имеет такое немаловажное

для них преимущество, как конфиденциальность. В традиционном биржевом «кольце» брокеры знают друг друга; знают, интересы какой компании представляет каждый брокер; поэтому если брокер, представляющий какую-либо крупную фирму, начинает, скажем, активно скупать или продавать какие-либо контракты, то брокеры в «кольце» сразу же делают для себя соответствующие выводы и меняют свою тактику. В электронной системе такого нет, никто из брокеров, сидящих у терминалов, не знает, чьи приказы он видит на экране дисплея. Кроме того, брокеры видят сразу несколько наилучших цен покупки и продажи (а в биржевом «кольце» – только одну наилучшую цену покупателя и одну наилучшую цену продавца) [2].

Главным недостатком электронной биржи является неизбежная пока для некоторых часов суток очень низкая активность и ликвидность электронного рынка. Потенциально в электронной системе заложены огромные возможности. Некоторые системы их уже продемонстрировали. Например, система «АПТ», введенная на бирже «ЛИФФЕ» в 1989 году и усовершенствованная в 1991 году, в период резкого роста объемов торговли на бирже после того, как в 1990 году к Европейской валютной системе присоединился английский фунт стерлингов, показала свои высокие возможности, обеспечив интенсивность торговли в 2 тыс. контрактов в минуту. Однако, в основном, огромные возможности электронных систем остаются пока нереализованными. Низкую ликвидность электронных рынков отмечают почти все их участники. Низкая ликвидность означает, что искусственно манипулировать рынком в эти часы становится не так уж сложно, а это, в свою очередь, у многих вызывает весьма серьезные опасения.

Другой недостаток электронных систем состоит в том, что они не дают преимуществ трейдерам (торговцам за свой счет), так как те не могут использовать с выгодой для себя свою интуицию, на которой, собственно, основана их работа в «кольце». Трейдеры обычно открывают и закрывают позиции в течение одного дня, опираясь на свое ощущение и понимание текущей ситуации на «ринге». Участие в электронной системе, где отсутствует общение между брокерами, для трейдеров менее привлекательно. В свою очередь, отказ торговцев за свой счет участвовать в электронной системе заметно снижает ликвидность электронного рынка.

Есть причины психологического характера, которые тормозят распространение электронной торговли. В биржевом «кольце» брокер сразу чувствует смену настроения рынка. Если начинается паника, то он

это чувствует в ту же секунду. На экране монитора панику очень трудно увидеть, поэтому многим (из-за того, что они не ощущают «дыхания» рынка) электронная система кажется бездушной.

Брокеры, работающие с системой «Глобэкс», выявили у нее следующие недостатки. Система не воспринимает команду приостановки выполнения приказа, а это для брокера очень неудобно. Кроме того, в системе имеются программные недоработки, возникающие при вводе приказа. Прежде чем ввести приказ клиента, оператор должен ввести номер его расчетного счета, указать его статус (член или не член биржи), выбрать категорию оплаты сделки. В последнее время появилось много дополнительных условий приказов, которые не учтены в системе, а это все отнимает лишнее время при вводе приказа.

Обычные человеческие ошибки (оговорки) перестают быть таковыми в процессе электронной торговли. Если брокер в биржевом «кольце» видит, что другой брокер явно ошибся, он может пожалеть его и «не ловить на слове». Электронная торговля – совсем другое дело. За опечатку при вводе приказа в компьютер можно заплатить очень дорого.

Некоторые западные брокерские фирмы настроены достаточно консервативно по отношению к электронной торговле. Однако они заинтересованы в привлечении новых клиентов и получении прибыли, поэтому даже те фирмы, которые не верят в будущее электронной торговли, вынуждены использовать ее, так как на современном этапе она часто оказывается вполне выгодной и приносит новых клиентов.

Единственное, что волнует брокеров – сторонников электронной торговли, – излишнее, причем растущее разнообразие электронных систем. По данным одного из последних обзоров (The Report of Ian Domowitz «A Taxonomy of Automated Trade Execution Systems», 1992) электронной биржевой торговли, сейчас в мире насчитывается около 50 различных видов электронных систем (в работе или в стадии разработки). Примерно половина из них предназначена исключительно для фьючерсной и опционной торговли.

По мере появления все большего количества электронных систем возникает ситуация, когда одному оператору приходится работать на нескольких совершенно различных и не совместимых между собой системах. Причем «переключаться» от одной системы к другой нужно очень быстро – в течение нескольких минут. Такие обстоятельства вряд ли будут способствовать привлечению новых клиентов, да и у клиентов, уже ведущих торговлю, может пропасть интерес. А это будет невыгодно

брокеру. С другой стороны, если новая система будет пользоваться повышенным успехом, если она начнет привлекать все новых и новых клиентов, то через некоторое время клиент просто установит у себя такой же терминал и будет торговать сам. Многие брокеры опасаются, что в конечном итоге каждый банк, каждая посредническая торговая фирма, обладающие членством на бирже, установят свои собственные терминалы и обучат нескольких служащих работать на них. Однако, как свидетельствует опыт нескольких американских брокерских фирм, этого пока не происходит. Хотя многие из клиентов сами являются членами биржи и имеют у себя электронные терминалы, они тем не менее продолжают пользоваться услугами этих брокерских компаний. Объясняется это тем, что весьма утомительно постоянно (тем более ночью) следить за цифрами на экране терминала. Гораздо проще и выгоднее, если это будет делать кто-то другой и сообщать о том, что происходит на рынке.

В заключении данной главы можно отметить, что на современном этапе мощный импульс развитию электронной биржевой торговли дало бы устранение существующих недостатков электронного рынка, главным из которых является его низкая ликвидность, а также серьезная работа по унификации систем электронной биржевой торговли с целью разработки единого принципиального подхода к деятельности электронной биржи и обеспечения совместимости различных электронных систем [1].

## ГЛАВА 7. ОРГАНИЗАЦИЯ БРОКЕРСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

### 7.1. Функции брокерских фирм

Во время биржевой сессии в торговом зале находится одновременно множество лиц, так или иначе участвующих в биржевых операциях. Среди них можно выделить две группы: служащие биржи и непосредственно торговцы.

Участники, ведущие торговлю и физически присутствующие в зале, – это, как правило, члены биржи. Это могут быть торговцы, которые ведут операции за счет клиентов. В США их называют брокеры в торговом зале (floor brokers), а в Великобритании – просто брокеры. Другая группа участников является независимыми торговцами, которые ведут операции за собственный счет. В Великобритании эта категория участников называется дилерами (dealers), а в США – местными (locals).

Основная задача посредников, занятых во фьючерсной торговле, заключается в оказании различного рода услуг своим клиентам:

- прием, передача и исполнение приказов на биржевые операции,
- внесение депозита и маржи в расчетную палату,
- ведение счетов и отчетности,
- предоставление информации о состоянии рынка,
- консультации для клиентов.

Среди участников биржевой торговли прежде всего выделяются фьючерсные комиссионные купцы (futures commission merchants – ФКМ). Эта категория посредников уполномочена на оказание всех видов услуг клиентам. Например, в США эта посредническая биржевая отрасль представляет собой сеть из более 400 ФКМ, имеющих более 50 тыс. торговых представителей по всему миру. ФКМ, большинство из которых имеют членские привилегии на одной и более фьючерсных биржах, обеспечивают исполнение услуг и действуют как клиринговые агенты по сделкам своих клиентов. ФКМ действуют также как клиринговые агенты для многих членов бирж, которые совершают свои собственные сделки, но которые не являются клиринговыми фирмами. Некоторые ФКМ занимаются только фьючерсной торговлей, другие предоставляют полный комплекс брокерских услуг, включающий операции с акциями, облигациями и другими финансовыми инструментами. Хотя работа ФКМ в последние годы стала более диверсифицированной, для большинства основными функциями является исполнение приказов, ведение учета и клиринг.



Подобные комиссионные дома могут быть представлены разными видами фирм и организаций, как специализированных, так и неспециализированных.

Среди неспециализированных выделяются крупные инвестиционные банки. Для них фьючерсные операции не являются единственной сферой деятельности, в то же время они оказывают серьезное воздействие на биржевую торговлю. Среди них особенно активны американские банки, такие как «Хаттон», «Меррил Линч» и другие [1].

В число крупнейших комиссионных домов входят также торговые компании, работающие с реальным товаром. Многие из них участвуют и во фьючерсной торговле. Так, например, американская компания «Каргил», торгующая зерновыми, ведет боль «Интернэшнл прешиоз металз» проводит как реальные, так и фьючерсные операции с рядом цветных и драгоценных металлов.

Наконец, во фьючерсной торговле есть примеры и крупных специализированных фирм, работающих только на срочных рынках. Среди них можно назвать «Контикоммодити сервис», которая является членом всех ведущих товарных бирж мира и имеет более 30 отделений как в США, так и в других странах.

Ведущие брокерские фирмы оказывают огромное влияние на состояние биржевой торговли. Выполняя информационную и консультационную функцию перед своими клиентами, они одновременно влияют на их поведение, причем весьма часто приспособливают деятельность своих клиентов к потребностям своей компании.

Рассмотрим, как решается клиентами вопрос о выборе брокерской фирмы. Безусловно, такое решение всякий раз является индивидуальным, но в то же время можно отметить некоторые общие моменты. Например, крупная компания, осуществляющая торговлю большими объемами товаров, выберет, скорее всего, 2-3 брокерские фирмы, имеющие опыт работы с крупными заказами. Компания меньших размеров, возможно, предпочтет работать со средней брокерской фирмой, у которой хотя и будут более высокие комиссионные, но будет и больше времени на анализ рынка и работу с каждым клиентом.

Учитывается также и специализация брокеров. Так, в биржевой торговле нефтью на биржах Нью-Йорка и Лондона есть как брокеры, работающие с нефтепромышленниками, так и брокеры, оказывающие услуги индивидуальным спекулянтам.

Выбирая не одного, а нескольких брокеров, фирма может через одного из них размещать свои заказы на сделки, а другого использовать для получения информации о рынке и консультаций. Кроме того, многие фирмы предпочитают иметь несколько брокеров с тем, чтобы ни один из них не имел полного представления об операциях клиента.

Иногда фирмами учитывается и такой фактор, как система оплаты, которую брокерская фирма применяет для своих служащих. В принципе, в этой области используется два варианта: брокер может получать базовый оклад плюс бонус, зависящий от полученной им прибыли, либо определенную долю от всех полученных им сумм комиссионных.

## **7.2. Экономика брокерской деятельности**

Доходы брокерских фирм происходят из двух основных источников: проценты, полученные с сумм на счетах, и комиссионные. Проценты возникают главным образом с сумм наличных средств на счетах клиентов брокерских фирм. Как отмечалось ранее, наличные депозиты клиентов находятся на отделенных банковских счетах. Однако проценты, выплачиваемые по этим депозитам, обычно перечисляются не на индивидуальные счета клиентов, а ФКМ, на чье имя держались счета. Хотя понимание потери процентов на депозиты привело к большому использованию ценных бумаг в качестве первоначальной маржи, тем не менее крупные суммы денежных средств по-прежнему находятся в обороте фьючерсной торговли. По весьма приблизительным подсчетам, доход в виде процентов по депозитам составляет порядка 10% дохода ФКМ.

Остальные 90% дохода приходятся на комиссионные. Размер комиссионных существенно отличается в разных ФКМ и для разных клиентов, но несколько общих черт имеется. Клиенты, являющиеся индивидуальными спекулянтами, платят самые высокие ставки, обычно от 25 до 60 долл. за контракт. За ними идут институциональные хеджеры и профессиональные трейдеры со средней ставкой 20-30 долл. за контракт. Самые низкие ставки платят клиенты, являющиеся членами биржи, которые сами заключают на бирже свои сделки и используют ФКМ только для клиринга. Плата в этом случае составляет примерно 15 долл. за контракт. Исследование, проведенное в середине 80-х гг. консультационной компанией «Куперс и Лейбранд» показало, что в тот период средний размер комиссии составлял 14,2-14,5 долл. за контракт [1].

Размер комиссионных является предметом переговоров между клиентами и ФКМ. До 1974 г. в США биржи сами устанавливали размер ставок, которые ее члены должны были брать со своих клиентов, и скидки с установленных ставок не разрешались. Эта система была признана неконкурентной и отменена. После этого решения средний доход ФКМ в расчете на контракт существенно снизился, особенно в отношениях с институциональными клиентами. Средние ставки для мелких клиентов упали в меньшей степени, а в некоторых случаях даже выросли.

Для понимания экономики фьючерсной брокерской деятельности рассмотрим условный пример отчета о доходах ФКМ, в котором показаны источники доходов и расходы. Статистика подобного рода дает разные данные для различных периодов и разных ФКМ. Предположим, что доход ФКМ в качестве комиссионных составляет 100 долл.

### 7.3. Организационная структура ФКМ

Основой ФКМ является *центральный офис*, расположенный в месте нахождения фьючерсного рынка (скажем, в Нью-Йорке и Чикаго). Большая часть приказов приходят из отделений, расположенных в стране и по всему миру, но обработка данных, ведение учета и перевод маржи обычно осуществляется в центральном офисе. Хотя организационная структура ФКМ может быть различна, основные подразделения совпадают.

*Отдел новых счетов.* Большинство новых счетов появляются у ФКМ через исполнителей счетов, оперирующих из местных отделений. Работа исполнителя счетов заключается в том, чтобы убедиться, что клиенты понимают риск, связанный с фьючерсной торговлей и что у клиентов имеется достаточно финансовых ресурсов. Исполнитель счетов обеспечивает правильное и аккуратное заполнение документов новым клиентом и передает эти документы в отделение новых счетов в центральном офисе. Отделение новых счетов проверяет документы и финансовое состояние клиента и потом присваивает новому клиенту номер счета.

*Отдел маржи.* После открытия счета отделение маржи устанавливает требования по марже для данного клиента и дает добро на торговлю. После начала операций это подразделение следит за состоянием счета и выписывает требования о пополнении маржи, если

это необходимо. Это подразделение вместе с руководством фирмы принимает решения в случае дефицита на счете клиента. Оно также дает добро на все случаи снятия средств со счета клиента.

*Отдел приказов.* Функции отдела – обеспечение постоянной связи с биржей и исполнение всех приказов, поступающих из местных отделений. Приказы достигают операционного зала двумя путями: по электронной почте или по телефону. Многие крупные брокерские фирмы используют собственные телеграфные системы, представляющие собой электронные коммуникационные сети, связывающие каждое отделение с операционным залом. Приказы принимаются исполнителем счетов и автоматически передаются на принимающую станцию в операционном зале. В операционном зале приказ принимается из машины, далее бегун-посыльный передает его на ринг. После исполнения приказ передается в местное отделение. Это занимает несколько минут, хотя бывают случаи, когда это занимает гораздо больше времени. Приказы, более чувствительные ко времени и цене, обычно передаются по телефону сразу в операционный зал.

*Отдел обработки данных.* После исполнения все приказы передаются в этот отдел фирмы. Здесь сделки проверяются и вводятся в компьютер. Компьютер выдает отчеты по сделкам. Отчеты посылаются клиентам и их исполнителям счетов. Детали состояния счета также направляются исполнителю счетов и в отдел маржи. Отчеты по сделкам остаются в отделе клиринга.

*Отдел поставки.* Отдел занимается всеми поставками и получением физического товара по фьючерсным контрактам, а также расчетом наличными по тем фьючерсным контрактам, где не требуется физическая поставка. Этот отдел также выписывает нотисы на поставку, осуществляет платеж и информирует другие подразделения о процедуре и данных по поставке.

Среди других подразделений ФКМ можно выделить отдел продаж, отвечающий за управление местными отделениями, отдел маркетинга и исследований. Обычно имеется также отдел управления персоналом, отдел учета, юридический отдел и ряд других.

#### **7.4. Открытие счета клиенту**

Первым шагом во взаимодействии клиента и выбранной им брокерской фирмы является открытие клиенту фьючерсного счета. Хотя процедура открытия счета новому клиенту может иметь определенную специфику в разных ФКМ, однако общая схема действия одна и та же.

Юридические и финансовые последствия несоблюдения установленных процедур могут иметь серьезный результат для ФКМ, исполнителя счетов и самого клиента. В США весьма часто брокерские фирмы, занимающиеся фьючерсными контрактами, являются одновременно членами Нью-Йоркской фондовой биржи, поэтому от них требуется исполнение тех же правил и предписаний, как при открытии счета для операций с ценными бумагами. Другие фирмы, не являющиеся членами Нью-Йоркской фондовой биржи, не связаны установленными правилами, но обычно используют тот же самый порядок.

Первое правило при открытии счета – знать своего клиента. ФКМ и его представители должны выяснить основные данные о своих клиент и их деятельности и занести эти данные в специальную форму.

Американское законодательство по фьючерсной торговле требует, чтобы каждый клиент ознакомился и подписал уведомление о риске. Уведомление о риске удостоверяет, что клиент предупрежден о риске, связанном с фьючерсной торговлей. Этот документ имеет типовую форму, и счет открывается только после того, как клиент его подпишет.

Новый клиент подписывает соглашение с брокером. В этом документе детализируются права и обязанности ФКМ, взаимоотношения клиента и ФКМ в вопросах внесения маржи, процедуры поставки и даже права ФКМ в случае смерти клиента [3].

В принципе, брокерские фирмы могут иметь и собственные дополнительные формы.

Клиент после открытия счета получает специальный номер счета, по которому он осуществляет проверку каждый раз после получения подтверждения о дневных операциях или по получению месячного отчета.

Для одного клиента может быть открыто несколько счетов. Так, может быть открыт отдельно счет для фьючерсных операция и для торговли опционами. Кроме того, отдельно открываются счета для осуществления хеджевых и спекулятивных операций.

Существует несколько типов фьючерсных и опционных счетов.

Индивидуальный счет (individual account) – в этом случае решение по операциям со счетом принимаются индивидуально держателем счета.

Совместный счет (joint account) – счет может быть открыт на имя двух людей или на имя двух и более лиц в виде совместного счета с правом передачи либо просто совместного владения. В первом случае после смерти любого из совладельцев весь доход по счету принадлежит оставшимся совладельцам. В случае простого совместного счета

каждый участник имеет долю в счете. В случае смерти одного из держателей другие не приобретают дополнительной собственности.

Счет товарищества (partnership account). Товарищество представляет собой ассоциацию двух и более людей для ведения бизнеса, в которой каждый из партнеров уполномочен действовать от имени товарищества. В отношениях с товариществами, прежде чем принять приказ на покупку или продажу фьючерсного контракта, исполнитель счетов должен иметь соглашение о товариществе, подписанное всеми партнерами.

Счет корпорации (corporation account). В работе с корпорациями ФКМ должны удостовериться, что не только сама корпорация, но и конкретно руководитель, желающий открыть фьючерсный счет, уполномочен на это должным образом. Например, если корпорация хочет открыть счет, следует внимательно просмотреть текст учредительного соглашения и убедиться, что возможность торговли на марже разрешается уставом корпорации. Обычно ФКМ требует представить копию учредительного договора.

Кроме того, на некоторых фьючерсных биржах требуется представление корпоративной резолюции, подтверждающей полномочия конкретных руководителей действовать от имени корпорации.

Счет с агентскими полномочиями. Такой счет также называется дискретным счетом, контролируемым счетом или управляемым счетом (discretionary account). При этом ведение операций поручается третьему лицу. В этом случае исполнитель счетов должен быть уверен, что агент выполняет инструкции своего принципала и действует в пределах своих полномочий. Для этого ФКМ требуют письменный документ от принципала, удостоверяющий полномочия агента.

В торговле фьючерсными контрактами использование агентских функций ограничивается в основном только продажей и покупкой фьючерсных контрактов и не предполагает права агента на снятие денег со счета. Этот тип соглашения часто используется клиентами, которые предпочитают, чтобы управление их счетом осуществлял профессиональный консультант [2].

Хеджевый (торговый) счет. Клиенты, ведущие операции с физическими товарами или финансовыми инструментами, как индивидуальные, так и корпорации, обычно имеют хеджевый (торговый) счет.

В США КТФТ ввела определения истинного хеджера, а Закон о фьючерсной торговле освободил хеджеров от лимитов на открытую

позицию. Однако для этого требуется подписание соглашения о хеджевом счете (хеджевое письмо) для того, чтобы пользоваться такой привилегией. На некоторых фьючерсных биржах хеджевые письма требуются также для того, чтобы пользоваться льготами по уменьшению размеров маржи.

Счет омнибус. Представляет собой такой фьючерсный счет, на котором сделки двух или более участников объединены, а не отделены один от другого. Счета омнибус ФКМ используют либо с фирмами, не являющимися членами клиринговой палаты, либо не имеющими соответственного оборудования для обработки приказов клиентов. Например, ФКМ А, не являющиеся членом расчетной палаты ни одной биржи, должны открыть счет омнибус в ФКМ В, которые являются клиринговой фирмой. Все позиции клиентов ФКМ А будут учитываться на этом счете. При этом ФКМ В могут либо идентифицировать клиентов ФКМ А, либо не знать их. В последнем случае счет называется нераскрытый омнибус счет.

В отношении ведения счетов существует весьма существенное различие между США и Великобританией: в США брокер обязан держать все счета клиентов и средства на них отдельно от своих средств, тогда как в Великобритании клиент вправе выбрать, желает ли он отделить свои средства от фондов брокерской фирмы или нет.

На отдельных биржах могут предъявляться какие-то особые требования к ведению счетов. Например, согласно правилам Чикагской торговой биржи операции со счетами клиентов могут вести только лица, срок регистрации которых составляет не менее двух лет.

## **7.5. Перевод счетов**

Заключение фьючерсного контракта должно происходить открыто и конкурентно, т. е. путем подачи предложений брокерами на покупку продажу. Однако исключением из этого правила является перевод фьючерсных позиций из одной ФКМ в другую. Предположим, клиент хочет перевести свои счета из ФКМ А в ФКМ В. С точки зрения биржи и расчетной палаты этот перевод эквивалентен покупке ФКМ В длинных позиций клиента в ФКМ А и продаже ФКМ В коротких позиций счетов клиентов. Такого рода покупка и продажа не требует открытого оглашения в торговом зале. Операция выполняется после того, как обе ФКМ получают письменные инструкции клиента. Эти переводы сделок известны под названием «сделки вне пята» (ex-pit transactions), поскольку они проводятся за пределами торгового зала.

Другие виды разрешенных сделок вне пита приводятся в разделе по хеджированию.

При переводе фьючерсного контракта из одной фирмы в другую клиент может нести дополнительные комиссионные расходы. ФКМ, которые вначале держали все открытые позиции, должны продать все длинные позиции и купить все короткие, как описано выше. Также фирма, принимающая счет, фактически берет указанные контракты. По этим сделкам осуществляется обычная процедура клиринга. ФКМ, передающие счет, дают клиенту подтверждение и отчет, показывающий наличие фьючерсных позиций. Они берут обычную комиссию и передают принимающей ФКМ чек на сумму остатка наличных на счете клиента. Новая фирма также возьмет комиссионные, когда контракты будут закрыты. Правда, иногда принимающая ФКМ освобождает нового клиента от этих комиссионных [4].

## **7.6. Обслуживание счетов клиента**

После открытия счета обязанности ФКМ и исполнителя счетов заключаются в следующем:

- 1) обеспечить должное исполнение требований по уплате маржи,
- 2) принимать и передавать в операционный зал все инструкции клиента (приказы),
- 3) информировать клиента о всех сделках и операциях на его счете.

При возникновении желательной для клиента ситуации на рынке, клиент сообщает своему брокеру о желании продать либо купить фьючерсный контракт, либо опцион. Получив заявку клиента, брокерская фирма заполняет бланк-приказ и (в США) отмечает время приема заказа.

Приказ представляет собой инструкции клиента своей брокерской фирме купить или продать фьючерсный контракт определенным образом. Обычно приказ содержит информацию о размере сделки, ее цене и продолжительности действия приказа. Работа исполнителя счетов заключается в том, чтобы записать приказ, дать ему должную идентификацию, проставить время получения приказа и быстро передать его в операционный зал.

Все приказы должны исполняться в торговом зале методом открытого выкрика во время часов, установленных для торговли.



Для фиксации различных намерений клиента в отношении фьючерсной операции в биржевой практике уже сложились различные виды приказов и распоряжений, каждый из которых имеет свое название.

Основные типы приказов для осуществления фьючерсных операций.

Рыночный приказ (at market). В этом случае клиент указывает количество необходимых ему контрактов и месяц поставки. Цена не оговаривается, предполагается, что сделка должна быть совершена как только приказ достигнет торгового зала и должен быть исполнен по наиболее благоприятной цене. Преимуществом рыночного приказа является гарантия его исполнения, поскольку брокер в операционном зале обязан исполнить рыночный приказ немедленно. Недостатком является то, что цена сделки может быть не очень благоприятной, особенно на неликвидных рынках.

Приказ с ограничением цены или лимитный приказ (limit order). Приказ предписывает брокеру исполнить сделку только по определенной цене или более благоприятной для клиента (купить не выше чем..., продать не ниже чем...). Таким образом, лимитный приказ на покупку исполняется по указанной или более низкой цене, а лимитный приказ на продажу – по указанной или более высокой цене.

Основное преимущество лимитного приказа – это то, что клиент определяет минимально благоприятную для себя цену. Поэтому ему не надо постоянно контактировать с брокером для получения информации о результате сделки.

Лимитный приказ никогда не становится рыночным приказом, он либо исполняется, либо нет [2].

Приказ «по достижении цены» (market if touched). Приказ на исполнение сделки по наилучшей цене, когда рынок достигает цену, указанную клиентом. Этот приказ на покупку становится рыночным приказом на покупку, когда цена фьючерсного контракта устанавливается на уровне или ниже цены приказа. Такой приказ на продажу становится рыночным приказом на продажу, когда фьючерсная цена устанавливается равной или выше цены приказа.

Приказ «по достижении цены» похож и на лимитный, и на рыночный. Подобно лимитному приказу он не исполняется, пока указанный уровень цен не установится. Так же, как и лимитный, приказ не исполняется, если на рынке не установится указанный уровень цены. Но в отличие от лимитного приказа, приказ «по достижении цены» становится рыночным приказом после установления указанной цены и

должен быть исполнен, при этом он не обязательно исполняется по указанной цене.

Приказ «по достижении цены» на покупку используется, когда кто-либо хочет открыть длинную позицию или покрыть короткую позицию при понижении рынка до определенного уровня. Этот определенный уровень ниже, чем текущий уровень цен. Приказ не обязательно должен быть исполнен по цене приказа, но исполняется, когда рынок достигает указанную цену или опускается ниже.

Подобный приказ на продажу используется для открытия короткой позиции или для ликвидации длинной позиции, когда рынок достигает определенного уровня. Этот вид приказа гарантирует его исполнение.

Стоп-приказ (stop order). Стоп-приказ называют иногда приказом с ограничением убытков или просто «стоп». Это приказ на покупку или продажу по рыночной цене, когда рынок достигнет указанной цены. Стоп-приказ на покупку данный ниже текущей цены, становится рыночным приказом, когда рынок опускается до указанной цены или выше. Стоп-приказ на продажу, данный при текущих ценах выше указанной в приказе, становится рыночным приказом, когда цены устанавливаются на уровне цен приказа или ниже.

Стоп-приказ в корне отличается от приказа «по достижении цены» в отношении текущих рыночных цен. Стоп-приказ на покупку выполняется выше текущей рыночной цены, стоп-приказы на продажу вступают ниже текущей цены. В приказе «по достижении цены» – наоборот.

Как и с приказом «по достижении цены», клиенту не гарантируется указанная цена. В зависимости от поведения рынка цена может быть выше и ниже стоп-цены. Единственное, что гарантировано клиенту, это то, что после достижения указанного уровня приказ будет выполнен по наилучшей цене.

Стоп-приказ используется в трех случаях:

- автоматически для остановки убытка по позиции, если цены достигнут определенного неблагоприятного уровня,
- защитить прибыль по существующим длинным или коротким позициям,
- открыть новую длинную или короткую позицию.

В спекулятивных целях также возможно использование стоп-приказа. В этом случае он исполняется до тех пор, пока цена не дойдет до определенного уровня. Например, если дается распоряжение о

покупке, то контракты скупаются, пока цена не дойдет до указанного уровня.

Стоп-лимитный приказ (stop-limit order). Это приказ, содержащий как стоп-цену, так и лимитную цену. Он объединяет черты стоп-приказа лимитного приказа. В этом приказе указаны две цены: стоп-цена, т. е. уровень, при котором приказ приводится в действие, и лимитная цена, устанавливающая, когда приказ может быть выполнен. Брокеру запрещено покупать выше или продавать ниже лимитной цены, как только стоп-цена была достигнута [3].

Этот тип приказа удобен клиентам, которые хотят автоматического ввода в действие стоп-приказа, при сохранении ограничений лимитного приказа. Клиент, ожидающий быстрого и резкого изменения рынка, хочет действовать, пока цены кажутся благоприятными. Но он не хочет выходить на рынок при любой цене. Этот приказ также не гарантирует выполнения, но клиент может быть уверен, что при исполнении цена будет не хуже, чем лимитный уровень.

Стоп-лимитный приказ на покупку становится лимитным приказом на покупку, когда цены сделок или цены предложений совпадают или выше стоп-цены. Он исполняется по лимитной цене или ниже. Этим приказом может или закрываться короткая позиция, либо открываться длинная позиция. Стоп-лимитный приказ на продажу становится лимитным приказом на продажу, когда сделки заключаются или предлагаются по стоп-цене и ниже. Он будет выполнен по лимитной цене или выше.

Лимит, указанный в этом виде приказа, может не совпадать со стоп-ценой. Он может быть ниже в случае стоп-лимитного приказа на продажу или выше в случае стоп-лимитного приказа на покупку.

Если на рынке не создастся такая ценовая ситуация, т. е. указанная не будет достигнута, то заказ не будет выполнен. Этот вид приказа применяется для ограничения убытков.

Временные приказы. Приказы могут действовать определенный период времени, либо они могут быть «открытыми», т. е. действительными, пока клиент их не отменит. Приказ может быть дан на день, неделю, месяц или до отмены.

Дневной приказ (day order). Этот приказ автоматически аннулируется в конце сессии в день получения приказа, если не был отменен в течение сессии. В биржевой практике все приказы считаются дневными приказами, если иное не указано клиентом. Они действительны только в день поступления приказа.

Приказ на часть дня (time-of-the-day order). Этот приказ исполняется в определенное время или в определенном интервале времени в течение торговой сессии.

Приказ на указанное время (off-at-a-specific-time order). Приказ с ограниченным интервалом времени. Действителен только в указанном интервале, после чего считается отмененным, если не был выполнен.

Открытый приказ (open order). Этот приказ называется также «действителен до отмены» (good till cancelled). Автоматически аннулируется в конце сессии в последний день торговли данным месяцем поставки. Открытый приказ остается действующим, пока сам клиент его не отменит или пока контракт не истечет. Спекулянты используют этот тип приказов, когда предчувствуют будущее движение цены.

Выполнить или аннулировать (fill or kill). Приказ исполняется сразу после получения брокером или автоматически отменяется. Другими словами, после получения приказа брокер должен постараться исполнить приказ по указанной или лучшей цене. Если это невозможно, то брокер сообщает о невозможности клиенту, указав последнюю котировку. Если брокер может исполнить часть приказа, то он делает это и сообщает о невозможности оставшейся части. В любом случае брокер автоматически аннулирует приказ, полностью или частично, и сообщает последнюю котировку клиенту.

Исполнить немедленно или отменить (immediate or cancel). Оговорка сходна с оговоркой «выполнить или аннулировать», но при ее включении приказ может быть выполнен частично.

Лестничный приказ, или шкалированный приказ (scale order). Это приказ на покупку или продажу двух или более лотов одного фьючерсного контракта по указанным ценовым интервалам. Если первая часть этого приказа представляет собой лимитный приказ или стоп-приказ по установленной цене, то другие лимитные или стоп-цены устанавливаются, когда приказ вводится в действие.

Комбинированный приказ (combination order). Комбинированный приказ состоит из двух приказов, данных в одно время, при этом один приказ зависит от другого. Иногда аннулирование одного связано с исполнением другого, а иногда покупка или продажа одного контракта по лимитной цене в одном месяце зависит от поведения цены на другой месяц поставки. Комбинированные приказы могут быть двух видов:

- альтернативные приказы,
- обусловленные приказы.

Альтернативный приказ (alternative order). Группа приказов может быть дана одновременно с указанием, что исполнение одного из этой группы автоматически аннулирует оставшиеся. Альтернативный приказ называется также «приказ или/или» или «одно отменяет другое».

Этот тип приказа используется клиентом, который хочет или извлечь прибыль на короткой позиции при цене ниже рыночной или ограничить свои убытки при определенной цене выше рыночной. Клиент дает лимитный приказ на покупку и стоп-приказ на покупку, с условием, что как только один из приказов исполнен, другой немедленно отменяется. Например, клиент может дать приказ на покупку 5 февраля фьючерсного контракта на свинину либо при падении цен до 50,30 центов, либо при повышении выше 51,30 центов. Или торговец, купивший пшеницу по 4,5 долл. и желающий ликвидировать контракт по цене 4,8 долл., но опасющийся потерять при падении цены, отдает такой приказ, указав ограничения 4,8 \ 4,2 долл.

Обусловленный приказ (contingent order). Это группа приказов, при этом исполнение каждого зависит от исполнения другого. Другими словами, один из приказов исполняется только если другой выполнен.

Обычно условные приказы исполняются двумя способами [2]:

- одновременная покупка одного контракта и продажа другого по оговоренной цене, или
- исполнение одного приказа перед исполнением другого.

Приказ «или лучше» (market not held or better). В приказе указывается желаемый уровень цены, однако брокер может повременить с исполнением приказа, если считает, что может заключить сделку по лучшей цене. В этом случае исполнение приказа не гарантируется.

Приказы на открытие. Рыночный приказ на открытие (on-the opening market order) должен быть исполнен в начальный период торговой сессии по наилучшей в это время цене. Он должен быть исполнен в диапазоне открытия, как это определяет соответствующая биржа, но не обязательно являться первой сделкой.

Лимитный приказ на открытие (on-the-opening limit order). Этот тип приказа используется, когда клиент хочет купить или продать в период открытия сессии только при определенном лимите цены. Приказ должен быть выполнен в пределах лимита, если позволяют условия рынка, в период открытия. Если это сделать невозможно, то он считается отмененным.

Приказы на закрытие (on-the-close order). В этом случае клиент хочет купить или продать в период закрытия сессии. Приказ должен быть исполнен в период закрытия, установленный биржей.

Лимитный или рыночный приказ на закрытие (limit or market on-the-close order). Вне зависимости от цены клиент хочет исполнения приказа в этот день. Этот приказ позволяет брокеру попробовать заключить сделку в пределах установленного лимита в течение дня, но обязывает его исполнить приказ по какой-то цене в период окончания сессии. В течение дня приказ исполняется по его лимиту. Если к концу сессии он остается неисполненным, то превращается в приказ на закрытие, независимо от указанного в нем лимита.

На некоторых биржах вводятся различные ограничения относительно приказов на открытие и закрытие. Например, на Чикагской торговой бирже приказы, поступающие на биржу за 15 минут до открытия и закрытия торгов, принимаются исключительно на риск клиента. Такая оговорка учитывает ситуацию, когда брокеру может просто не хватить времени на выбор самых важных распоряжений и их исполнение.

Приказ на спреды (spread order). Это приказ на покупку одного фьючерсного контракта и продажу другого фьючерсного контракта, либо одного типа, либо разных на одном или на разных рынках. Приказ может быть либо рыночный, либо с указанием определенного дифференциала. Например: купить 5 июньских и продать 5 декабрьских фьючерсных контрактов на золото по рынку. Или клиент может дать приказ на спред, когда котировки декабря выше июньских на 10 долл.

Отмена приказов. Поскольку приказ – это инструкция клиента брокеру, то изменения в этих приказах осуществляются путем отмены предшествующих инструкций. Клиент может захотеть отменить весь приказ или часть его, он может изменить часть приказа. Когда изменения касаются всего приказа или части его, необходимо оформить новый приказ. Приказ на полную отмену означает для брокера отмену предыдущего приказа в целом. Приказ на отмену или замену означает отмену предшествующего приказа и замену его на новые распоряжения [1].

Приказ по переносу (switch order). Это распоряжение предписывает брокеру перенести обязательство по фьючерсному контракту с более раннего месяца на более поздний (или наоборот), при этом оговаривается допустимая разница в ценах.

На некоторых биржах не принимают сложные приказы, например, такие как обусловленные приказы. Любой клиент, желающий

воспользоваться этими приказами, должен проверить, какие типы приказов допускаются и на каких биржах. В целом брокер не берет на себя ответственность за их одновременное и точное исполнение.

Брокер, используя метод открытого выкрика или шепотом, заключает сделку, отмечает на приказе информацию о ее выполнении, вновь передает бланк приказа «бегуну», который возвращает его телефонному клерку. Когда телефонный клерк получает индоссированный бланк приказа с указанием того, что сделка заключена, он проставляет на нем штамп с обозначением времени и передает по телефону содержание сделки своей конторе, откуда его сообщение передается в офис фирмы, приславшей поручение. Брокерская контора подтверждает клиенту заключение сделки [1].

Заключая сделки в кольце, брокер должен не только точно выполнить приказ клиента, но и соблюдать правила, установленные биржей в отношении порядка работы с заказами. Обычно правила биржи довольно четко регламентируют все стороны как комиссионной деятельности брокера, так и его собственных спекулятивных операций. Контроль за соблюдением этих правил возложен на один из комитетов биржи.

Главная линия, проводимая в таких правилах, – это обеспечение равенства всех клиентов независимо от каких-то показателей. Например, регламент запрещает дискриминацию клиентов по объему заказов. Если брокер получил приказ на 5 контрактов, а затем на 50 контрактов, то очередность приказов (при условии одного вида приказов) определяется по времени их поступления, а не по объему.

Весьма строго определяются и правила ведения брокером операций за свой счет или за счет своей фирмы. Обычно это допускается только в тех случаях, когда такие операции необходимы для поддержания «справедливого и упорядоченного рынка».

Возможности работы за свой счет возникают у брокера при следующих условиях:

- 1) отсутствие заказов от клиентов,
- 2) при наличии заказов – при условии неконкуренции с заказами клиентов. Это означает, что брокеры не могут продавать по цене равной или выше цены заказов клиентов, и не могут покупать по цене равной или ниже цены заказов клиентов.

Подробно регламентируются и ситуации, когда брокер получает взаимодовлетворяющие заказы (т. е. купить и продать один вид контрактов по одной цене). В таком случае брокеру предпочтительнее заключить сделку с самим собой. Однако хотя такое право у него есть,

он должен при этом соблюсти *три правила*. Во-первых, он обязан огласить на площадке одно из поступивших предложений. Если не поступит подтверждений от других брокеров, он имеет право заключить сделку с самим собой и получить комиссионные с обеих сторон. Во-вторых, брокер в кольце не может при этом торговать за счет своей фирмы, если это ведет к пересечению заказов клиентов. В-третьих, брокерская контора должна известить клиентов, что данная сделка была заключена без участия другой клиринговой фирмы [1].

Особые правила регулируют возможности совмещения брокером выполнения заказов клиентов и торговли за собственный счет. Правила биржи накладывают три основных ограничения на подобные операции. Предположим, брокерская фирма имеет купленные ей в ходе операций фьючерсные контракты. В ходе торгов она получает заказ на покупку контрактов по цене 1,5 долл. при минимальном изменении цены на 0,01 долл. В этом случае брокер должен, во-первых, объявить предложение заказчика в ходе публичных торгов; во-вторых, если не нашлось другого продавца, брокер может продать контракты, находящиеся во владении его фирмы, по цене не выше 1,49 долл. и, в-третьих, брокерская фирма обязана предварительно получить от заказчика разрешение на сделку. Аналогичные действия должны быть предприняты и в случае покупки у клиента контрактов брокерской фирмой. Причем в случае осуществления такой сделки брокерская фирма не получает комиссионных. Все эти ограничения преследуют цель исключить конкуренцию между брокерами и их собственными клиентами.

Правила биржи жестко ограничивают размеры и характер спекулятивной деятельности брокеров. Как брокерским фирмам, так и брокерам на площадке категорически запрещается формировать (прямо или косвенно) товарные пулы (корнеры) с целью манипулирования ценами на бирже.

### **7.7. Отчетность об исполнении приказов**

После исполнения приказа ФКМ обязаны предоставить отчет клиенту. На приказе делается отметка времени, когда брокер сообщает о его исполнении ФКМ, и еще раз, когда ФКМ сообщают об этом клиенту.

После получения отчета клиент может потребовать от своего исполнителя счетов проверить цены в момент исполнения сделки, если по его мнению отчет не совпадает с ценами, которые он видел на



котировальных мониторах. Расхождения могут быть вызваны высоким темпом торговли. Если же происходит ошибка, служащий клиринговой фирмы связывается с отделом биржи для получения записи сделок, совершенных в указанное время. Если претензии клиента обоснованы, ФКМ соответственно дебетуют или кредитуют счет клиента.

Запись о каждой сделке, осуществленной ФКМ для клиента, вносится в записи на счете, это делается сразу после исполнения сделки и в тот же день. В конце месяца брокер посылает копию состояния счета клиенту. Кроме того, брокер посылает отчет о результате каждой сделки.

Подтверждение. Когда фьючерсный приказ исполнен, ФКМ обычно устно уведомляет клиента, а также посылает письменное подтверждение, которое содержит следующую информацию:

- какой фьючерсный контракт был куплен или продан,
- биржа, на которой он был исполнен,
- количество,
- месяц поставки,
- цена.

ФКМ должны отправить подтверждение, когда клиент открывает позицию и другое подтверждение, когда клиент закрывает позицию.

Отчет о покупках и продажах. Когда клиент совершает обратную сделку, контракт считается закрытым, и появляется дополнительная документация. Вместе с подтверждением о совершении сделки, клиенту посылается отчет о покупках и продажах. Этот отчет содержит данные [5]:

- количества, которые были проданы или куплены,
- цена открытия позиции и цена закрытия сделки,
- валовый доход (или убыток) по сделке,
- начисленная комиссия,
- нетто-результат сделки.

Месячный отчет. Отчет представляет сведения о всех сделках клиента за календарный месяц. Приводятся количества проданных и купленных фьючерсных контрактов, полученная прибыль или убытки, открытые позиции, прибыль или убыток по открытым позициям. Представлено также финансовое состояние счета на последний день месяца, куда входят все депозиты и снятые со счета суммы.

## ПЕРЕЧЕНЬ ВОПРОСОВ ПО ВСЕМУ КУРСУ

1. Товарные биржи. Их характеристика. История развития.
2. Товарные биржи и их деятельность на рынке.
3. Определение сущности рынка. Характерные элементы внутреннего рынка. Внутренний рынок, его структура. Биржа как элемент рынка.
4. Формы контроля за деятельностью бирж со стороны государства.
5. Высший орган управления биржи. Функции, задачи и компетенция общего собрания.
6. Биржевой комитет. Состав и функции биржевого комитета, распределение обязанностей между его членами. Функции, задачи биржевого комитета.
7. Разновидности форвардных сделок (с залогом, с премией).
8. Бартерные сделки, их характеристика и значение. Сделки с условием, их сущность.
9. Хеджирование и биржевая спекуляция. Длинный и короткий хедж. Стратегии в хеджировании.
10. Недостатки хеджирования. Использование опционов для хеджирования.
11. Брокерское обслуживание, взаимодействие брокера с клиентом.
12. Договор на оказание брокерских услуг, его характеристика. Договор поручения и договор комиссии; различия, предусмотренные в них, во взаимоотношениях брокера с клиентом.
13. Виды поручений клиента брокеру.
14. Отчет брокера, его содержание и сроки представления.
15. Стандартизация товара и ее значение в биржевой практике.
16. Объекты биржевой торговли, их характеристика.
17. Механизм биржевых операций: оформление заявок на покупку, продажу товаров, совершение сделок, оформление сделок.
18. Биржа как одна из форм организованного рынка. Виды бирж.
19. Регулирование биржевой деятельности.
20. Органы управления и организационная структура товарной биржи.
21. Биржевые сделки, их сущность.
22. Хеджирование.
23. Брокерская фирма, ее место на бирже.
24. Организация биржевой торговли и ее участники.
25. Биржевой товар, его характеристика. Требования, предъявляемые к биржевому товару.

26. Экономическая роль товарных бирж и анализ их деятельности.
27. Материально-техническая обеспеченность товарных бирж.
28. Фондовые биржи. Участники рынка ценных бумаг.
29. Валютный рынок и валютные операции.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Россия сейчас находится в тяжелой экономической ситуации. Многие ученые и политические деятели, как зарубежные, так и «родные», наперебой предлагают программы по выходу из кризиса. Огромные научно-исследовательские аппараты мира бьются над планами оздоровления экономики России. Рекомендации дают с экономической точки зрения безупречные, своей логикой и убедительностью спорящие с «Капиталом» Маркса. Ни одна из этих программ не применима к современным реалиям России. Создание (а также восстановление) экономики есть творческий акт, соединяющий в себе множество человеческих усилий и сверхусилий, направленных к одной общей цели. Одной программы, одной конституции мало. Надо чтобы весь народ, по возможности каждый человек, вносил свою лепту. Всякого рода заимствования не помогут, как бы хороши они не были. Более того, заимствования в области теорий, в плане интеллектуальном, вредны, ибо они чужие, чуждые нашей стране, выработанные опытом других народов и для них одних полезные и эффективные.

В области технической и организационно-технической перенятие опыта просто необходимо, жизненно важно. И это мы делать умеем, что показывает вся история России.

Биржи мы относим именно к организационно-технической области человеческой культуры. Заимствования в этой области (если они делается с умом) полезны. Так что необходимо внимательно изучать опыт западной биржевой торговли, а также наш собственный донэповский опыт, внедрять эти знания в жизнь. Только не надо стеснять экономическое творчество людей научными штампами и подгонять результаты под чужие образцы.

Роль биржевой торговли в мировой экономике и в народных хозяйствах отдельных стран нельзя переоценить. Некоторые западные экономисты считают возникновение современной товарной биржи, не как рынка, осуществляющего сбыт товаров, а как финансового института, облегчающего ведение торговли и удешевляющего ее, равно по значению промышленной революции конца XVIII века, и видят в ней организующую и планирующую силу, способную придать динамизм всей экономике.

Наша экономика уже созрела для интеграции в мировую биржевую торговлю и для развития рыночных механизмов внутри страны. Средства и энергия для этого есть.

Остается только перевести все это из области потенциально возможного в область реально осуществленного.

Жизненные силы России не иссякли. Вслед за кризисами приходят подъемы. Поэтому, обогатив ум знанием опыта других стран, утвердившись в уверенности в свои силы, можно вступать на стезю практической деятельности с верой в большое экономическое будущее России.

Биржа, еще со времен XIII века, является одним из главных двигателей рынка. Биржа позволила производить процесс купли-продажи с минимальными затратами, поэтому и получила столь широкую поддержку у предпринимателей.

С момента, когда в мае 1990 года была создана Московская товарная биржа прошло много лет, за это время биржи появились во многих городах России. Это явилось решающим шагом при переходе России к рыночной экономике. Развитие бирж в нашей стране решило многие проблемы предпринимателей. С помощью бирж было ускорено время совершения сделки. Это привело к значительному увеличению числа коммерческих организаций. Организации и предприятия, которые работали на рынке до образования бирж, с помощью их вышли на более высокий уровень работы и, в конце концов, стали крупнейшими в России. Кроме этого, появились брокерские конторы, которые принимали заказы от производителей или потребителей на куплю-продажу товара.

Биржевое дело получил в России широкое распространение. Хотя в последнее время ажиотаж вокруг товарных бирж спал, биржи все-таки имеют влияние на экономику России, и товарооборот российских товарных бирж не отстает по своей величине от зарубежных товарных бирж.

Несмотря на все проблемы, российские товарные биржи продолжают функционировать, показывая этим, что рыночная экономика в России развивается, и если Россия в скором времени встанет в один ряд с другими высокоразвитыми государствами, то в этом будет немалая заслуга недавно зародившихся российских товарных бирж.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

### Основная литература

1. Ценные бумаги и биржевое дело : пособие для подготовки к экзаменам. – М.: А-Приор, 2011. – 222 с. – (Конспект лекций. В помощь студенту).
2. Кобелев О.А. Электронная коммерция : учебное пособие / под ред. проф. С.В. Пирогова. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2012. – 684 с.
3. Экслер А. OZON.ru История успешного интернет-бизнеса в России. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2010. – 208 с.
4. Лямин Л.В. Применение технологий электронного банкинга: риск-ориентированный подход – М. : КНОРУС; ЦИПСИР, 2011. – 336 с.
5. Прохорова М.В., Коданина А.Л. Организация работы интернет-магазина. – М. : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2012. – 256 с.
6. Киселева Е.Н. Организация коммерческой деятельности по отраслям и сферам применения : учебное пособие для вузов. – М. : Вузовский учебник, 2008. – 191 с.

### Дополнительная литература

1. Галанов В.А., Басов А.И., Афанасьев Е.В. Биржевое дело : учебник для вузов по спец. «Финансы и кредит» и «Бух. учет и аудит» / под ред. В.А. Галанова, И.А. Басова; Рос. экон. акад. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 303 с.
2. Дегтярева О.И., Коршунова Н.М., Жуков Е.Ф. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учебник для вузов / под ред. О.И. Дегтяревой и др. – М. : ЮНИТИ, 2002. – 501 с.
3. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учебное пособие. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 267 с.
4. Дегтярева О.И. Биржевое дело : учебник для экон. спец. вузов. – М. : ЮНИТИ, 2000. – 680 с.
5. Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело : учебник для вузов. – М. : Банки и биржи: ЮНИТИ, 1997. – 503 с.
6. Чернецкая Г.Ф. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : практикум / Тверской гос. ун-т. – М. : Инфра-М, 2001. – 152 с.

Учебное электронное издание

ДЕЕВА Елена Михайловна  
КУРУШИН Дмитрий Александрович

**БИРЖЕВОЕ ДЕЛО**

Учебное пособие

ЭИ № 645. Объем данных 0,00 Мб.

Редактор Н.А. Евдокимова

ЛР № 020640 от 22.10.1997

Печатное издание

Подписано в печать 29.12.2015. Формат 60×84/16.

Усл. печ. л. 8,83. Тираж 50 экз. Заказ 114.

Ульяновский государственный технический университет  
432027, г. Ульяновск, ул. Сев. Венец, д. 32.  
ИПК «Венец» УлГТУ, 432027, г. Ульяновск, ул. Сев. Венец, д. 32  
Тел.: (8422) 778-113  
E-mail: [venec@ulstu.ru](mailto:venec@ulstu.ru)  
<http://www.venec.ulstu.ru>.