

# КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТЬ БИРЖИ: ВЫЖИВЕТ ЛИ УКРАИНСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК ?

Александр Мертенс  
Международный институт бизнеса  
[www.iib.com.ua](http://www.iib.com.ua)  
Alexander.Mertens@iib.com.ua



## Тенденции в развитии бирж в последнее десятилетие

- Резкий рост электронной торговли
  - переход бирж на электронную торговлю
  - развитие ECN (Electronic Communication Networks)
- Интеграция бирж
  - горизонтальная интеграция
  - вертикальная интеграция (торговля, клиринг и расчеты как элементы одной цепочки создания ценности)
- Изменения в корпоративном управлении - тенденция коммерциализации (*demutualization*)
- Кросс-листинг за пределами национального рынка и экспансия бирж на новые рынки
- РЕЗКОЕ УСИЛЕНИЕ КОНКУРЕНЦИИ МЕЖДУ БИРЖАМИ

Ramos (2003)



# Что происходит с биржами на развивающихся рынках

- Там, где фундаментальные факторы, т.е.
  - экономический рост,
  - макростабильность,
  - корпоративное управление,
  - институциональные реформы, -
- - **плохие**, то ничего с развитием рынка и не происходит
- Там, где фундаментальные факторы **начинают улучшаться**, торговля ценными бумагами начинает расти, НО и вторичная торговля, и первичные размещения начинают перемещаться на развитые рынки в погоне за ликвидностью, и **национальный рынок начинает стагнировать**

*Claessens et al. (2002)*



# Причины и следствия миграции торговли на развитые рынки (WB, Claessens *et al.* (2002))

## ■ Причины

- И инвесторы, и эмитенты гонятся за ликвидностью (это снижает затраты и для тех, и для тех)
- Биржи на развивающихся рынках никогда не достигнут минимально эффективных масштабов деятельности (?)

## ■ Выводы

- фундаментальные факторы нужно и дальше улучшать (и так понятно :))
- не нужно противиться, а напротив, всемерно способствовать выходу национальных эмитентов на ликвидные мировые рынки, где они получат доступ к капиталу по минимальной цене (?)
- роль национального рынка, в лучшем случае, - обеспечивать локальный механизм первоначального выхода эмитента на рынок (??)
- если национальная биржа не сольется (не образует альянс, и т.п.) с какой-то международной, то она будет наверняка постепенно умирать (???)



## Гипотетические варианты развития для бирж Центральной и Восточной Европы (*Schröder (2003)*) ?

- Отдельная национальная биржа
- Объединенная биржа ЦВЕ (???)
- Индивидуальные альянсы с международными биржами
- Единая платформа ЦВЕ на одной из западных бирж (???)



# Параметры конкурентоспособности биржи

- скорость исполнения сделок
- небольшие спреды
- низкая волатильность
- ликвидность
- эффективный механизм ценообразования
- прозрачность
- низкие транзакционные издержки



## **Конкурентоспособность - результат воздействия множества факторов и сил**

- **Фундаментальные экономические факторы**
- **Нормативная база**
- **Политика регулятора**
- **Интересы торговцев**
- **Интересы инвесторов**
- **Интересы эмитентов**



## "Нерегулируемая конкуренция между биржами вряд ли приводит к эффективности" (*Schwartz-Schilling & Wahrenburg (2002)*)

- Американский подход - регулирование исходя из парадигмы "Национальной рыночной системы"
  - Пример: Внесение в 1997 г. NASDAQ изменений (под давлением SEC) в Order Handling Rule - обязательное выведение маркет-мейкерами заявок с ограничением цены (limit orders) на экран лучших котировок
    - следствие - резкое сокращение спредов, резкий рост объемов (в основном - электронной) торговли
- Европейский - либеральный подход: конкуренция и "невидимая рука рынка" обеспечит эффективность





# Процесс коммерциализации (demutualization - "разобобществления") в мире

- Биржи, которые уже являются *demutualized*
  - Стокгольм, Хельсинки, Копенгаген, Амстердам, Borsa Italiana, Австралийская ФБ, Афины, Сингапур, SIMEX, LIFFE, Торонто, Сидней, Гонг Конг, LSE, Deutsche Borse, Осло, Euronext
- Биржи, где решение уже принято или вопрос вынесен на Совет
  - СВОЕ, СВОТ, СМЕ, NASDAQ, Токио, Швейцаская ФБ, NYMEX, Новозеландская ФБ

*Steil (2002)*



# Совместимость "прибыльности" и саморегулирования

- Ключевые функции биржи как СРО:
  - требования к листингу и раскрытию информации
  - надзор за процессом торговли и его участниками
  - обеспечение надежности исполнения обязательств
  - защита равных прав инвесторов
- В отношении НИ ОДНОЙ из перечисленных функций нельзя сказать, что она лучше (с меньшими конфликтами интересов) будет осуществляться биржей-организацией членов по сравнению с биржей-прибыльной организацией



# Другие "проблемы" коммерциализации биржи

- "Бóльший финансовый риск":
  - Нет никаких оснований считать, что у "прибыльной" биржи риск больше. Для решения проблемы регулятор может установить требования к адекватности капитала
- "Ориентированная на прибыль биржа не имеет мотивов бороться с инсайдерской торговлей"
  - Но членская биржа также в действительности не имеет таких мотивов. Проведение инсайдерской торговле - дело государства и оно может требовать от профучастников помогать ему в этом



## Коммерциализация, бóльшая прозрачность и сужение спредов: противоречие интересам торговцев

- Что заставляет членов биржи поддерживать этот путь?
  - рост конкуренции между биржами
  - интернационализация деятельности: интересы больших международных банков, стремящихся к большему контролю над рынком, могут противоречить интересам местных торговцев
    - Пример: Скандинавские биржи и Амстердамская ФБ - (малые экономики с высокой степенью открытости) - одними из первых приняли решение о коммерциализации (*Steil (2002)*)



# Аргументы против ограничения рыночной власти торговцев

- Монопольная рента - источник финансирования для развития и инвестиций (в том числе в информацию и улучшение механизмов корпоративного управления)
- Бóльшая прозрачность рынка и сужение спредов приводит к "проблеме безбилетника" - *другие* участники рынка получают возможность бесплатного использования результатов инвестиций в получение информации и корпоративное управление
- Анонимные заявки в электронных торговых системах увеличивают (?) риск инсайдерской торговли и (для торговца) - риск потерь от торговли с информированным инвестором

*Clyde & Reitzes (1999)*



## Некоторые выводы для Украины: *Нормативная база и регулирование*

- Статьи 32 - 36 Закона Украины "О ценных бумагах и фондовой бирже" безнадежно *устарели*
- Статьи 21 - 26 Проекта Закона Украины "О ценных бумагах и фондовом рынке" *лучше* (например, нет требования неприбыльности), *но также устарели.*
  
- Некоторые ключевые вопросов в области регулирования:
  - европейский или американский подход?
  - поддержка рыночной власти торговцев или бескомпромиссная борьба за прозрачность и ликвидность в пользу инвесторов и эмитентов?
  - снятие любых барьеров для переноса торговли и первичных размещений на развитые рынки или защита (пока неэффективного) национального?



## Некоторые (дискуссионные) выводы: *Как выжить национальной бирже*

- Изменение стимулов деятельности через переход к статусу прибыльной организации?
- Клиенты биржи - это, в первую очередь, эмитенты и инвесторы, а не торговцы?
- Движение в сторону электронного рынка заявок и прозрачности книг заказов?
- Конкурентная стратегия:
  - минимально эффективный масштаб
  - разнообразие продуктов (включая срочный рынок)
  - разнообразие источников доходов
  - кросс-листинг и альянсы?

