

*На правах рукописи*

**Карслян Карапет**

**СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ТОРГОВЛИ ПРОИЗВОДНЫМИ  
ИНСТРУМЕНТАМИ НА МИРОВОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ**

**Специальность: 08.00.14 Мировая экономика**

**АВТОРЕФЕРАТ**  
**диссертации на соискание ученой степени**  
**кандидата экономических наук**

**Москва – 2012 г.**

Работа выполнена на кафедре мировой экономики экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор,  
заведующий лабораторией по изучению  
социально-экономических проблем развивающихся стран  
**Кулаков Михаил Васильевич**

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор,  
профессор кафедры международного бизнеса  
национального исследовательского университета  
«Высшая школа экономики»  
**Философова Татьяна Георгиевна**

кандидат экономических наук, начальник отдела  
торгового финансирования коммерческого банка  
«Мастер-Банк» (Открытое акционерное общество)  
**Орлов Владимир Владимирович**

Ведущая организация: **Российский университет дружбы народов**

Защита диссертации состоится 19 апреля 2012 г. в 15.45 на заседании диссертационного совета Д 501.002.03 при Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова по адресу: 119991, Москва, Ленинские горы, д.1, строение 46, МГУ имени М.В. Ломоносова, 3-й новый учебный корпус, экономический факультет, аудитория 407.

С диссертацией можно ознакомиться в читальном зале Научной библиотеки имени А.М. Горького 2-го учебного корпуса гуманитарных факультетов МГУ имени М.В. Ломоносова.

Автореферат разослан 19 марта 2012 г.

Ученый секретарь  
Диссертационного совета

Пенкина С.В.

## 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Рынок производных инструментов является самым быстрорастущим сектором мирового финансового рынка. Интерес инвесторов, спекулянтов, хеджеров к данному рынку очень высокий. Развитие рынков, рост мировой торговли и технологический прогресс произвели революцию на мировом финансовом рынке, что привело к увеличению оборотов торговли активами и товарами. Соответственно росту количества сделок росла потребность в продуктах, позволяющих управлять рисками. Этот спрос проявляется в росте и развитии производных инструментов (деривативов), вначале в виде стандартизированных фьючерсных контрактов и опционов 1970-х годов, а затем в виде широкого спектра внебиржевых инструментов хеджирования рисков 1990-х годов. Производные присутствуют на рынке в разных формах: фьючерсные и форвардные контракты, свопы и опционы, а также комбинации этих инструментов. Производные инструменты стали неотъемлемой частью финансового рынка, так как они позволяют:

- страховать (хеджировать) или снижать риски бизнеса,
- спекулировать и торговать с целью получения прибыли,
- формировать оптимальную структуру капитала, управлять задолженностью и долговым финансированием компании.

Важно отметить, что деривативы, страхуя риски, сами являются рисковыми инструментами. Владение производными может привести как к прибыли, так и к потерям. Чрезмерная рискованность проектов и операций с деривативами, недостаточное понимание сути и характеристик этих инструментов, отсутствие или плохой внутренний контроль, неадекватное отношение высшего менеджмента к рынку производных, может привести к негативным последствиям. Поэтому весьма важно понимание инструментов этого рынка, понимание рисков, возникающих при определенных видах деятельности предприятия и присущих тем или иным инструментам. Как и в случае с другими инструментами, нужна четкая система измерения и мониторинга рисков возникающих в процессе работы с производными.

Колебания на рынке деривативов и существующие тенденции выходят за пределы рынка производных инструментов и влияют на весь финансовый рынок. Особенностью производных инструментов является то, что в их основе всегда лежит базисный актив. Риски, связанные с неправильным распределением средств и неправильное управление структурой рынка деривативов, могут привести к коллапсу этого рынка, что впоследствии перекинется на рынок базисных инструментов. Хеджирование рисков – основная цель применения производных инструментов, они позволяют перераспределять риски между участниками рынка. Кроме того, они сыграли заметную роль в инновационном развитии мировой финансовой системы.

В условиях продолжающегося процесса глобализации становится все более актуальным изучение современных тенденций торговли производными, подтверждением чего является современный мировой финансовый кризис.

Для исследования и выявления тенденций выбран период с 2005 г. по 2009 г. Для проверки результатов прогнозов также в работе рассматривается 2010 г. Выбор данного периода был обусловлен рядом факторов:

- Именно в этот период произошел мировой финансовый кризис, который затронул не только рынок производных инструментов, но и весь мировой финансовый рынок.
- Этот период примечателен тем, что в эти годы рынок производных инструментов развивался стремительными темпами, что позволило зафиксировать максимальный объем торгов производными в 2007 г. в размере 674 трлн долл. и в 2009 г., после спада в 2008 г., в размере 687 трлн долл.
- В предыдущие периоды рынок производных инструментов развивался умеренными и схожими темпами, непохожими на тенденции 2005-2009 гг. Резкие колебания отсутствовали и тенденции выглядят стабильно. 2005 г. – предпоследний год стабильного развития мирового рынка производных инструментов. После этого начинаются резкие колебания объемов торгов производными, и после максимума объемов торгов в 2007 г., в 2008 г. имеет место резкое их снижение.
- В условиях кризиса обнажаются недостатки рынка производных инструментов, которые были скрыты во время его процветания, так как тенденции к его развитию и расширению были сильнее влияния этих недостатков. Кризис обнажил эти скрытые угрозы, которые заключаются в слабом регулировании рынка, в непрозрачности его функционирования, а также в чрезмерной приверженности участников этого рынка рисковым сделкам. В предыдущие пренебрежение этими недостатками позволяло зарабатывать, так как рынок расширялся. Но в кризисный период эти недостатки стали причиной краха многих финансовых институтов.

**Целью диссертационного исследования** является выявление тенденций торговли производными инструментами и развития рынка производных, а также определение возможных направлений регулирования рынка.

В соответствии с обозначенной целью исследования в работе поставлены и решены следующие **задачи**:

- определение долей внебиржевого и биржевого финансового рынков, выявление тенденций торговли на них за период с 2005 г. по 2009 г.;
- изучение тенденций торговли отдельными инструментами рынка производных; проведение регионального (Северная Америка, Европа, Азия и Тихоокеания) анализа тенденций торговли

производными и определение направления движения капитала (определение привлекательности регионов);

- исследование тенденций торговли производными на мировом финансовом рынке и определение причин привлекательности внебиржевого рынка производных инструментов;
- анализ существующих теорий и механизмов регулирования внебиржевого рынка производных и определение альтернативных вариантов более эффективного контроля;
- выявление направления движения капитала с помощью объема и оборота на одну сделку и сущности операций на биржевом рынке; определение возможности с помощью расчетов объемов и оборотов на одну сделку выявлять будущие тенденции на рынке производных.

**Объектом исследования** выступает рынок производных финансовых инструментов в виде двух его конкурирующих сегментов: внебиржевого и биржевого.

**Предметом исследования** являются экономические отношения, возникающие в связи с обращением производных инструментов на мировом финансовом рынке.

**Методологическая основа исследования** представлена принятыми в отечественной науке способами и формами научного познания, такие как системный подход, методы исторического экономического анализа, изучение причинно-следственных связей, методы сравнительного анализа и синтеза, экспертные оценки. Кроме того, в исследовании используются методы детализации, группировки и обобщения результатов исследования.

**Теоретическую основу работы** составили исследования ведущих зарубежных и отечественных специалистов в области финансов и торговли производными: А. Н. Буренина, П. Давенпорта, А. Касаписа, Роберт А. Стронга, Рафаэля Де Сантьяго, А. Б. Фельдмана, Джон К. Халла и других. Научно-практической базой при изучении рынка производных инструментов и существующих тенденций торговли явились исследования различных организаций таких как: Международный Валютный Фонд, Всемирный банк, Азиатский банк Реконструкции и Развития, Банк Международных Расчетов и т.д. По некоторым вопросам, касающимся инноваций на финансовом рынке наибольшее влияние на позиции автора оказали публикации: Авдокушина Е.Ф., Гришиной О. А., Звоновой Е. А., Колесова В.П., Кулакова М.В., Ляменкова А.К., Осьмовой М.Н., Пискулова Ю.В., Чибрикова Г.Г.

Из зарубежных авторов, чьи фундаментальные исследования проблем финансового рынка и рынка производных инструментов оказали поддержку при написании работы, можно отметить таких, как: П.П. Бойл, Дж. Вили, Эндрю Инглис – Тейлор, Н. Каламос, Герхард Малер, М. Миллер, Д. Сорос, Р. Флавел, А. Штайнер.

Методологическая основа работы также была сформирована под влиянием трудов российских и зарубежных ученых, изучающих проблемы теории и

практики конъюнктуры мирового рынка производных инструментов: Аюпова А. А., Банка С. В., Ишханова А.В., Левина В.С., Лиса Ф.А., Матросова С., Мауера Л.Дж., Мельникова О., Михайлова Д., Рубцова Б.Б., Рыкова И.Н., Тихонова А.О., Тосуняна Г. А., Энга М.В. Можно также отметить большую проработанность вопроса управления рисками и стратегии хеджирования с применением производных инструментов, как в зарубежной, так и в российской литературе. В частности можно отметить диссертационные исследования Долматова А.С., Кавкина А.В., Наумова В.С., Сергеевой И.Г., Чикирова Ю.С., посвященные данному вопросу.

Источниками информации о производных инструментах являются публикации и других специалистов в области международных финансов и производных инструментов, в частности, работы Аванесяна А.В., Галанова В.А., Драчевского С.Л., Калиновского С.С., Каневой М.А., Кильматова Т.Р., Коношенко М.В., Кубатько О.И., Павленко П.В., Самоявчевой М.В., Сафоновой Т.Ю., Ярыгиной И.З. Вместе с тем в научной литературе многие общеэкономические и частные аспекты развития рынка производных инструментов и тенденций торговли производными остаются неисследованными. К числу недостаточно изученных вопросов можно отнести выявление характера сделок с производными, прогнозирование будущих тенденций торговли на основе исторического анализа торговли и оценка последствий внешнего воздействия на рынок. Таким образом, подтверждается научная значимость, актуальность и практическая значимость выбранной темы исследования.

**Информационно-эмпирическая база** исследования сформирована на основе следующих официальных источников: статистические данные получены с официальных интернет-сайтов Банка международных расчетов, Международного валютного фонда и Группы Всемирного банка. Статистической основой являются также данные Всемирной ассоциации фондовых бирж, Международной ассоциации по свопам и деривативам и Центра международной торговли ценными бумагами и деривативами, отчеты международных организаций, материалы исследовательских и консалтинговых компаний в области финансов и производных. Широко применялись исследования аналитических, информационных, и инвестиционных компаний и ресурсы Интернет.

**Научная новизна диссертации** представлена следующими положениями и выводами:

1. На основе анализа торговли производными финансовыми инструментами на двух обособленных рынках: биржевом и внебиржевом, показано, что в результате их конкуренции друг с другом, достигается совершенствования всего рынка производных.
2. Раскрыта взаимосвязь между рынком базисного инструмента и производного от этого базиса, торгуемого на внебиржевом рынке. Дана оценка этой взаимосвязи и показано, как изменения на рынке базисного инструмента отражаются на рынке производного и

наоборот, и какова степень этого взаимодействия. Проведен региональный анализ тенденций торговли производными по срокам, по инструментам и по базисам;

3. В результате анализа данных о торговле производными инструментами на мировом финансовом рынке определены основные тенденции и направления развития рынка производных, выявлены причины привлекательности внебиржевого сегмента для участников рынка, такие как отсутствие регламентации по объемам торгов, цене контрактов, срокам. Установлено, что на внебиржевом рынке постоянно появляются и тестируются новые виды производных инструментов, и это тестирование позволяет понять, как реально работает инструмент и как можно использовать его для хеджирования рисков или для спекуляций.
4. С целью повышения эффективности функционирования внебиржевого рынка производных предложен авторский вариант регулирования внебиржевого рынка производных инструментов в виде создание центрального агента для внебиржевого рынка производных, который будет проводить сбор, анализ информации о торгах, и публиковать выводы этих исследований среди участников рынка, для принятия последними решений об инвестициях в производные инструменты. Это позволит точнее оценить риски для участников рынка и повысить качество и уровень прозрачности информации о внебиржевом рынке и его участниках.
5. Предложен метод выявления спекулятивного (мобильного, краткосрочного) капитала и инвестиционного (стратегического, долгосрочного) капитала путем использования для биржевого сегмента рынка производных показателей среднего объема торгов производными и среднего оборота на контракт. Эти показатели характеризуют ситуацию на уровне отдельного участника рынка и позволяют выявить тенденции в поведении инвестора на рынке, определить и отделить спекулятивные сделки от хеджевых.

**Практическая значимость** исследования заключается в том, что сформулированные и обоснованные в исследовании выводы могут быть использованы регулирующими органами и компаниями. Выработанные автором предложения по совершенствованию рынка производных инструментов (создание центрального агента) и механизмов регулирования деятельности этого рынка (информационно-аналитическая функция центрального агента) могут быть использованы регулирующими органами для оптимизации процесса функционирования рынка производных инструментов и исключения пагубного воздействия недоработанных механизмов. Предложенные методы прогнозирования и оценки поведения рынка (применение среднего объема одной сделки на конец периода и среднего оборота на сделку за год) могут быть полезны для проведения аналитических

исследований инвестиционными и консалтинговыми компаниями для лучшего понимания тенденций и эффективного построения будущих прогнозов.

Аналитические материалы и теоретические выводы могут быть задействованы при подготовке учебных программ, лекционных курсов и методических материалов для учебных заведений экономического профиля. В частности, положения работы могут быть применены при чтении курсов «Мировая экономика», «Международные валютно-финансовые отношения» на кафедре мировой экономики экономического факультета МГУ имени М.В.Ломоносова.

**Апробация результатов исследования.** Полученные результаты, выводы и прогнозы прошли апробацию в процессе обсуждения работы на кафедре мировой экономики экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова. Материалы диссертации были представлены автором в докладе на Межкафедральной конференции молодых ученых (студентов и аспирантов) «Развитие регионов, конкурентоспособность и стратегия компаний: международный контекст» (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, март 2010г.).

Основные положения диссертации изложены автором в четырех научных публикациях, в том числе в трех статьях в журналах из перечня российских рецензируемых научных журналов, определенного ВАК.

**Структура работы** определяется целью исследования и поставленными задачами. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка, включающего 126 источников на русском и английском языках, и приложений.

**Введение.**

**Глава 1. Новые явления на современном финансовом рынке.**

1.1 Сущность производных инструментов и их структура.

1.2 Роль производных в развитии современного финансового рынка.

**Глава 2. Структура и тенденции торговли производными инструментами на внебиржевом рынке.**

2.1 Внебиржевой рынок контрактов на иностранную валюту и появление на нем нового лидера торгов - евро.

2.2 Тенденция доминирования краткосрочных и среднесрочных контрактов на процентную ставку на внебиржевом рынке производных.

2.3 Изменения на внебиржевом рынке контрактов на акции в кризисных условиях.

2.4 Роль внебиржевого рынка в защите от дефолта.

2.5 Проблемы обеспечения устойчивости внебиржевого рынка.

**Глава 3. Роль оборотов и объемов на сделку с деривативами в выявлении направления движения капитала на биржевом рынке производных инструментов.**

3.1 Оценка позиций хеджеров и спекулянтов на рынке фьючерсов.

3.2. Усредненные показатели по абсолютным объемам и по оборотам как индикаторы тенденций в поведении инвесторов на рынке опционов.



**Заключение.**  
**Библиография.**  
**Приложения.**

## **2. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

В соответствии с поставленными задачами в исследовании выявлены и изучены теоретические взгляды и эмпирические разработки, посвященные анализу современных тенденций торговли производными на мировом финансовом рынке. Охарактеризованы общие условия и ключевая специфика торговли. Для этого в диссертации исследованы следующие основные группы вопросов.

**Определены причины появления производных инструментов, их сущность и цели применения.** В силу того, что Бреттон-Вудская система фиксированных курсов не смогла сдержать рост инфляции, безработицы, нестабильность на рынке процентных ставок, в 1970-е годы был осуществлен переход к плавающим курсам. Развивающиеся страны стали открывать свои экономики и позволять ценам колебаться в соответствии с рыночными условиями. Колебания цен привели к тому, что бизнесу стало трудней оценить будущую стоимость производства, прогнозировать прибыль. Существующие риски, такие как риск изменения обменного курса и процентных ставок, риск дефолта компаний и колебания фондовых индексов, стали еще значительней. Производные предоставили ценную линейку инструментов по управлению этими рисками. В современных условиях наиболее распространенными производными являются фьючерсы, опционы и свопы. Контракт, который предусматривает покупку или продажу по заранее обговоренной цене на определенную дату в будущем и на определенный объем называется фьючерс, который торгуется на биржевой площадке. Аналогом фьючерса на внебиржевой площадке является форвард. Фьючерсный контракт - стандартизированный контракт и торгуется на стандартизированной площадке. Если контрактом предусмотрена не обязанность, а возможность выбрать покупать или продавать базисный актив в будущем по заранее определенной цене, то этот контракт является опционом. Контракт, предусматривающий обмен одного денежного потока на другой, является свопом. Существуют также комбинации этих инструментов.

Как показано в диссертации, участники рынка торгуют деривативами с разной целью. В одних случаях производный инструмент позволяет хеджерам страховать (хеджировать) риск, занимая позицию на рынке производных (купив или продав инструмент). Эта позиция позволяет нейтрализовать потенциальный убыток. Другим мотивом торговли производными является спекуляция, занятие позиции на рынке с целью заработать прибыль. В данном случае спекулянт не обладает ни базовым активом, ни необходимостью страховать какие-то риски, и в связи с этим, он может понести потери. На рынке не всегда можно определить цель торговли тем или иным инструментом,

поскольку существующие игроки могут быть и хеджерами и спекулянтами одновременно. С одной стороны, бизнес страхует свои риски, с другой - использует вероятную возможность получения прибыли. Существует третий тип трейдеров – арбитражеры. Эти трейдеры используют моментальные разницы между спотовым (текущим) рынком и рынком срочным, что позволяет им заработать прибыль. Польза арбитражеров заключается в том, что при ценовой разнице они зарабатывают на одновременной покупке или продаже активов и производных. Следовательно, деривативы являются хорошим индикатором уровня цен. Производные могут служить также своего рода прогнозным механизмом будущего уровня цен активов, уровня процентных ставок или обменного курса. Как следует из описания функций и возможностей производных, а также из описания целей, для которых они используются, можно сделать вывод о том, что эти инструменты ориентированы на будущее. Деньги в будущем периоде перетекают из одних рук в другие, основываясь на изменениях в цене производных, которая, в свою очередь, зависит от других показателей, таких как процентная ставка, стоимость фондов или обменный курс. Термин derivative (производная) означает, что цена этих контрактов производится от цены лежащих в их основе ценных бумаг или товаров, или какого-то индекса, процентной ставки, обменного курса или события. Примерами деривативов являются фьючерсы, форварды, опционы и свопы, и их различные комбинации, как между собой, так и с другими инструментами и кредитами с целью создание гибридных инструментов или структурных ценных бумаг.

Торговля деривативами идет на деривативных рынках, таких как Chicago Mercantile Exchange в США или FORTS (Futures and Options on RTS) Derivatives Market в России. Также они торгуются на внебиржевом рынке, где торговля в основном сосредоточена вокруг некоторого количества дилеров и проводится посредством телефонных звонков или электронных сообщений. Нужно отметить, что биржи стремятся внедрять новые стандарты. Это позволяет биржам стать полностью электронными, позволяет снизить затраты на осуществление торговли, увеличить быстроту обработки и качество обработки. При торговле производными независимо от того, исполнен контракт или нет, стороны делают записи о потерях или выигрышах от сделок. В диссертации обращается внимание на то, что поскольку эти потери или выигрыши связаны с будущим периодом, не всегда удастся достаточно точно оценить вероятность исходов и объемы потерь или выигрыша. Надлежащая оценка поможет компании всегда иметь реальное представление о состоянии экономики и об угрозах ее деятельности. Когда у компании начинаются какие-то проблемы с финансированием ее деятельности, контрагент требует предоставить обеспечение под дериватив. Положение компании ухудшается еще больше, так как, не имея достаточного количества средств, необходимых для нормального функционирования, она сталкивается с необходимостью перевода денег на обеспечение производных, которые в свою очередь страхуют ее основной вид деятельности. Получается, что вместо того, чтобы страховать деятельность

компаний, производные разрушают ее. В диссертации автор рассматривает то, как производные могут подорвать деятельность компании. Поскольку банки торгуют между собой производными и другими инструментами, это означает, что одни являются кредиторами, а другие должниками. Банки тесно взаимосвязаны между собой. Банкротство одного слабого банка может привести к тому, что резко и неожиданно повысится потребность в денежной ликвидности у больших банков, что может привести к неплатежеспособности последних. Так как банки тесно взаимосвязаны, то успешность функционирования одного зависит от успешности другого. Несмотря на то, что большие банки располагают большими ресурсами, вовлеченность в операции, требующие ликвидности, может привести к отрицательным для большого банка последствиям. Кредитуя много мелких банков или, покупая (продавая) производные инструменты, которые требуют обеспечения или наличие ликвидности, может болезненно сказаться на состоянии банка. Если на рынке произойдет неблагоприятное для мелких банков явление, но безопасное для большого банка, все равно в конечном итоге пострадает и большой банк тоже. Если мелкие банки не смогут обеспечить выполнение своих обязательств перед большим банком, то последствия будут плохими и для большого банка. Поэтому, например, Федеральная Резервная Система постоянно следит за действиями банков, что позволяет избегать драматических ситуаций в банковском секторе США. Деятельность ФРС сосредоточена на банковской системе, так как риски падения больших компаний из-за неплатежеспособности маленьких банков очень велики. На рынке производных инструментов и на страховом рынке отсутствует аналогичный ФРС регулятор, который бы контролировал эти рынки в том же ключе, что и ФРС, а именно – защита участников рынка от ненадежных партнеров. На этих рынках мелкие фирмы (необязательно банки) могут по цепочке провалить другие, большие компании. ФРС создавался для элиминирования или минимизация эффекта от такого эффекта домино. По мнению автора, логическим шагом на пути эволюции рынка производных было бы создание регулирующего органа, цель которого будет заключаться в исключении цепной реакции на рынке. Биржевой рынок регулируется самой биржей, но это регулирование сводится к постоянной проверке достаточности маржи на счете участников. Отсутствует контроль над уровнем риска, который берут на себя участники рынка. На внебиржевом рынке каждый контракт контролируется самими участниками сделки и никем кроме них. Одни и те же участники могут иметь контракты со многими другими участниками, и никто не гарантирует, что эти риски оправданы.

Проведенный в диссертации анализ деятельности компаний показал, банки и другие компании продолжают активно сотрудничать в сфере перераспределения рисков. Т.е. одни продают производные (страховщики рисков), другие покупают их (страхователи). Изначально производные инструменты возникли с целью страховать основной вид деятельности компаний. Заключая сделки по перераспределению рисков, компания передает часть риска контрагенту по этому контракту. На деле может получиться так,

что некоторые контрагенты могут брать на себя избыточный уровень рисков, тем самым усугубляя не только свое положение, но и положение компаний-хеджеров. Последний финансовый кризис показал, что наращивание кредитов и кредитных деривативов продолжается и сегодня. И если кто-то из цепочки не сможет ответить по своим обязательствам, то это сразу же повлияет и на других участников группы. Центральные банки пока не придумали эффективного метода контроля рынка, и это означает, что риски продолжают накапливаться, что в свою очередь может негативно повлиять на состояние экономики и торговли.

**Раскрыты особенности торговли производными, ключевым образом влияющие на современные тенденции развития финансового рынка.** На основе исследования практики торговли производными выявлено, что деривативы не только расширили само понятие инвестиций, они существенным образом снизили расходы по инвестициям. Согласно оценке Deutsche Börse Group<sup>1</sup>, транзакционные издержки по покупке деривативного контракта на фондовый индекс Европейской биржи на 60% ниже издержек по покупке портфеля активов, лежащих в основе этого дериватива. Следовательно, этот инструмент позволяет сразу инвестировать, при этом обладание активами необязательно. В свою очередь, это преимущество таких контрактов стимулирует экономическую активность инвесторов, что, в свою очередь, чревато тем, что объемы рынка будут нарастать, рискованность операций будет нарастать, объемы рынка не будут удовлетворять реальным потребностям, и экономическая действительность будет искажаться. Другой инвестиционной особенностью является то, что инвестор будет покупать контракт на акции, если есть уверенность в том, что они переоценены, чтобы в будущем продать их. Так как сегодня они переоценены, а на определенный в договоре момент в будущем, цена на этот актив упадет, и он сможет получить прибыль, продав ее по высокой цене. Следовательно, деривативы, являясь контрактами на будущее, могут влиять на уровень цен уже сегодня, так как при заключении одинаковых сделок в больших объемах эти цены будут свидетельствовать о том, что рынок ожидает именно те изменения, которые лежат в основе этих контрактов. Значит, деривативы являются своего рода средствами выяснения реальной стоимости активов, лежащих в их основе. Это одна из очень важных особенностей деривативов, так как цены важны не только для спекулянтов на бирже, но и для производителей и продавцов реальных, лежащих в основе деривативов, активов. Таким образом, здесь прослеживается влияние на реальный сектор, что, по мнению автора, является одним из достоинств деривативов. Анализ практики выявил важную тенденцию становления производных неотъемлемой частью бизнеса финансовых институтов и компаний. Рынок производных стал самым крупным рынком в мире, и

---

<sup>1</sup> Группа Deutsche Börse является оператором торговой площадки для акций и других ценных бумаг, является одной из самых больших биржевых организаций в мире. Deutsche Börse предоставляет инвесторам и компаниям выход на глобальный рынок капиталов.

продолжает активно расширяться и увеличиваться. Также как и по любому другому контракту, по дериватам может быть объявлен дефолт. Следовательно, риски дефолта в данном случае не исчезают. Используемые трейдерами механизмы по управлению и перераспределению рисков дефолта, такие как, например, требование внести деньги на счет, могут быть разными на разных рынках. В силу своей специфики, биржи не испытывают существенного давления со стороны контрагентов-банкротов. Но внебиржевой рынок испытывает регулярно на себе давление со стороны риска банкротств контрагентов.

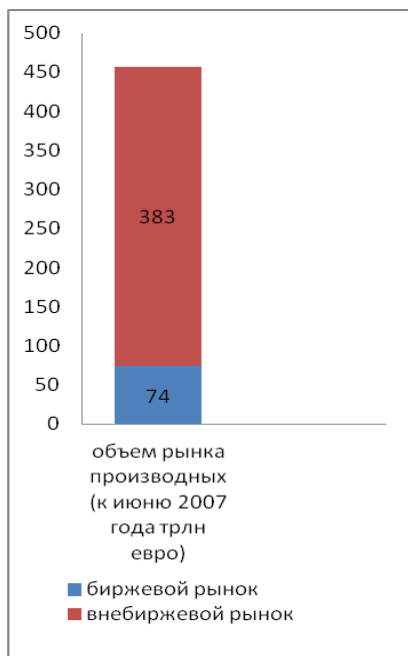
За весь период существования рынки деривативов претерпели ряд изменений. В диссертации показано, что вместе с развитием этих рынков, развивались также способы борьбы с рисками от основной деятельности. Все это сопровождалось активным ростом и развитием денежных рынков, и рынков капитала, институциональные инвесторы начали играть все большую роль в становлении этих рынков. Усовершенствовались технологии, появлялись новые способы передачи, обработки, хранения и анализа данных, что позволило улучшить качество информации и доступа на рынки. Результатом явилось то, что производные инструменты способствовали оценке и продаже финансового риска. Финансовые риски могут быть отделены от самого объекта риска, и существовать как самостоятельный инструмент, могут торговаться на ликвидных рынках. Следующие факторы стали основой для создания новых инструментов по оценке и торговле рисками:

- Институциональные инвесторы (банки, страховые компании, пенсионные фонды, хедж фонды и т.д.),
- рынки (организованный или биржевой рынок фьючерсов и опционов, внебиржевой рынок),
- технологии (система контроля рисков и т.д.),
- Генеральное соглашение – соглашение Международной Ассоциации по Свопам и Дериватам (the ISDA Master Agreement). Соглашение описывает правила доступа на рынок деривативов, и правила заключения сделок. Существуют два варианта документа: вариант 1992 г., и вариант 2002 г.

Рынок производных остается самым быстро растущим рынком и по объему торгов самым крупным на мировом финансовом рынке (Рис.1,2). Торги производными на акции и кредитные деривативы по объему превосходят объемы капитализаций рынка акций и облигаций. Несмотря на это, нельзя однозначно утверждать, что чрезмерно большой объем операций с производными будет иметь отрицательное влияние на финансовый рынок. Одни и те же акции одних и тех же компаний могут несколько раз участвовать в сделках, поэтому наращивание объема торгов производными лишь показывает, что активность торговли этими инструментами увеличивается и наращиваются обороты торговли производными. Сам по себе объем рынка производных не будет оказывать негативного последствие на рынок. А вот неправильное перераспределение рисков между отдельными участниками рынка может

повлиять не только на их финансовое состояние, но и по цепочке может передаваться другим участникам.

*Рис. 1. Объем биржевого и внебиржевого рынков производных. Объемы к июню 2007 г. в трлн евро*



*Рис.2. Капитализация рынка акций и облигаций к концу декабря 2007г. в трлн евро*



*Источник: исследование компании Deutsche Börse Group // Eurex Frankfurt AG (сайт). [Электронный ресурс]. Систем. требования: Adobe Acrobat Reader. URL: [www.eurexchange.com/download/documents/publications/global\\_derivatives\\_market.pdf](http://www.eurexchange.com/download/documents/publications/global_derivatives_market.pdf) (дата обращения: 19.12.2010).*

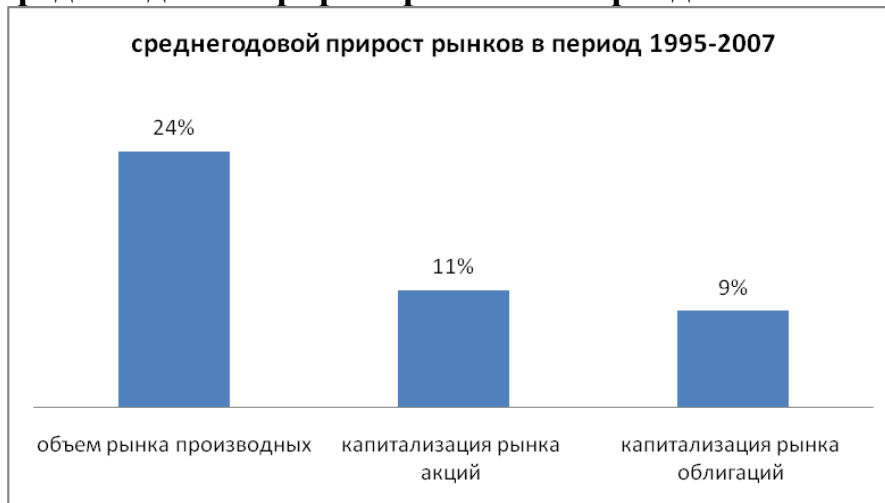
Доступ к рынкам имеют абсолютно все желающие, кто хочет торговать на рынке, независимо от их местоположения. Это позволяет делать рынок производных глобальным и помогает перенимать опыт национальных рынков торгов производными. Деривативы повысили гибкость мировой финансовой системы. Это связано с тем, что производные смогли сбалансировать уровень риска всей системы. Если эти риски изначально были сосредоточены в узком круге участников рынка, то появление производных привело к перераспределению рисков между всеми участниками финансового рынка, желающими взять на себя такой риск. Конечно, при соответствующем уровне риска есть и соответствующая прибыль. Поэтому можно сказать, что перераспределился не только риск, но и прибыль.

В диссертации показано, что производные могут иметь в своей основе различные базисные инструменты. Это могут быть процентные ставки или обменный курс, фондовый индекс, акции, облигации или температура и т.д. Основная особенность производных инструментов заключается в том, что они позволяют страховать риски для различных рынков и для различных участников рынка. Эта особенность позволила рынку производных

инструментов развиваться более быстрыми темпами, чем остальные рынки. Как следует из рисунков 1 и 2, объем торгов производными инструментами намного превосходит и капитализацию рынка акций, и капитализацию рынка облигаций. Темп ежегодного прироста рынка производных инструментов также превосходит темпы прирост капитализаций рынка акций и облигаций (Рис. 3).

Рис. 3.

### Среднегодовой прирост рынков в период 1995-2007 гг.



Источник: исследование компании Deutsche Börse Group // Eurex Frankfurt AG (сайт). [Электронный ресурс]. Систем. требования: Adobe Acrobat Reader. URL: [www.eurexchange.com/download/documents/publications/global\\_derivatives\\_market.pdf](http://www.eurexchange.com/download/documents/publications/global_derivatives_market.pdf) (дата обращения: 19.12.2010).

Нельзя однозначно утверждать, что такой резкий рост рынка производных инструментов приводит к искажению информации о реальном положении дел в реальном секторе экономики или на фондовой бирже. Во-первых, производные растут быстро не только за счет расширения фондового рынка или товарных бирж. Существуют различные экзотические и одновременно полезные производные, такие как производные на погоду. Погода нигде не котируется, не торгуется, но можно оценить последствия для предприятия или экономики от пагубных или плодотворных воздействий погоды. Поэтому и растет рынок производных, несмотря на то, что по некоторым базисам могут вообще не существовать ни рынков, ни индексов. Так как производный означает, что этот инструмент является производным от другого инструмента, то следует ожидать, что все риски, которыми обладает базовый инструмент, также будут присущи производному инструменту на этот базисный инструмент.

**Подчеркнута одна из самых важных особенностей рынка производных инструментов**, ключевым образом отличающего этот рынок от других рынков, а именно то, что этот рынок состоит из двух разных рынков: внебиржевого и биржевого рынков. Эта особенность позволяет удовлетворять потребности всех участников всех типов рынков, независимо от вида, характера и особенностей базового актива. У каждого из рынков есть свои собственные особенности, коренным образом отличающиеся от особенностей другого рынка. Эти рынки

являются одновременно конкурентами и союзниками. Конкуренция заключается в том, что они борются за капитал. Союз заключается в том, что они функционируют в общей системе производных инструментов. Эта сложная взаимосвязь делает рынок исключительным и интересным для всех. Будучи братьями по сути, но конкурентами по объемам торгов, они позволяют развиваться каждому из рынков по своему уникальному пути. При этом они не мешают друг другу, наоборот, каждый рынок использует недостатки другого рынка в своих целях. Это приводит к тому, что конкурент постоянно в поиске нового конкурентного преимущества. Следствием этого является то, что развивается вся система – рынок производных инструментов. Операции становятся более понятными и прозрачными, рынок становится более информативным и полезным. Мировой финансовый рынок только выигрывает от такой конкуренции.

**Раскрыта специфика торговли производными на внебиржевом рынке, а также существующие риски. Отмечены недостатки существующего способа регулирования внебиржевого рынка и предложен альтернативный вариант снижения рисков и повышения эффективности функционирования этого рынка.** На основе анализа торговли производными автор отмечает, что торговля на внебиржевом рынке отличается от торговли на биржевом рынке. Внебиржевой рынок не является стандартизированным. Это означает отсутствие единых правил торговли и взаимоотношений между участниками рынка. В отличие от биржевого рынка, где объем одной сделки стандартизирован, стандартизованы сроки, место и время поставки, на внебиржевом рынке все иначе. Контрагенты сами решают, какой объем (не стандартизированный) поставлять, в какие сроки и куда поставлять. Это ключевое отличие рынков приводит к тому, что объем торгов производными на внебиржевом рынке всегда был больше объема торгов на биржевом рынке. Т.е. внебиржевой рынок привлекает своей гибкостью и возможностью подстроиться под конкретные нужды конкретного участника рынка. Существует также еще одно важное отличие между этими рынками. Внебиржевой рынок считается местом инноваций. Это связано с тем, что отсутствуют единые правила поведения на рынке. Участники этого рынка вольны в выборе контрагента, вольны в выборе объема торгов и цены исполнения. Т.е. если у кого-то есть идея нового инструмента, отличного по особенностям от существующих, который поможет повысить информативность и прозрачность не только рынка производных инструментов, но и всего мирового финансового рынка, то он смело может предложить свою идею внебиржевому рынку производных инструментов. Этот новый инструмент также может быть полезен только определенному кругу лиц, которым он может быть предложен впоследствии. Из выше сказанного следует, что предложить можно любой продукт, любую комбинацию и любые условия. Но примет ли рынок эти нововведения или даже если это обычное предложение, не выходящее за рамки существующих знаний о производных инструментах, уже второй вопрос. Т.е. появляется вопрос о поиске **контрагента**. Не всегда можно найти контрагента, который бы



согласился именно на такой объем сделки по такой цене и дате исполнения. Так как условия различаются, выбор контрагента также усложняется. Далее следует **риск доверия**. Этот риск заключается в том, доверяем ли мы нашему контрагенту. Т.е. появляется необходимость в изучении контрагента. Под анализом подразумевается не только экономическая оценка платежеспособности контрагента, но и оценивается моральный риск. Моральный риск заключается в недобросовестном поведении контрагента, который может просто не заплатить по долгам. Моральный риск и риск доверия на рынке принято называть контрагентским риском. Иногда может случиться так, что сам контрагент является уважаемым участником рынка с высоким рейтингом доверия и платежеспособности. Но если он связан с другими игроками рынка, которые склонны к риску, то по цепной реакции негативные последствия могут перейти к нашему контрагенту. Этот фактор может быть решающим для жизнедеятельности контрагента.

Торговля на внебиржевом рынке ведется и по базисным инструментам и по производным инструментам. Из самых распространенных видов производных на внебиржевом рынке торгуются форварды, свопы, не стандартизированные опционы и т.д. Банк Международных Расчетов предоставляет информацию по срокам контрактов. Это позволяет оценить настроение участников рынка на краткосрочный, среднесрочный и долгосрочный периоды. Автор, проводя анализ тенденций торговли производными на различные базисные инструменты, сравнивает эти тенденции с тенденциями торговли этими базисными инструментами или индексами. Так, например, сравнивается тенденция торговли инструментами на процентную ставку с динамикой процентной ставки. Как уже отмечалось, существуют четыре основных базисных инструмента: процентная ставка, обменный курс, фондовый индекс и товары. Сравнивая тенденции торговли производными инструментами на базисные инструменты с тенденциями самого базисного инструмента, можно сделать выводы о наличии каких-либо связей между этими тенденциями. В случае наличия связи можно попытаться оценить данную связь и выявить ее свойства. На внебиржевом рынке торгуются также кредит дефолт свопы. Эти инструменты предоставляют страховку на случай дефолта компаний или институтов по своим обязательствам. Существуют два основных недостатка внебиржевого рынка, которые могут иметь негативные последствия не только для рынка производных инструментов, но и для финансового рынка в целом. Приведем эти два вида проблем:

1. Сделки осуществляются частным образом между контрагентами. При этом возникает риск того, что сделка не будет осуществлена по наилучшей выгодной для обеих сторон цене.
2. Сделки, осуществленные частным образом между двумя контрагентами, не гарантируют исполнение сделок. Если одна из сторон окажется банкротом, то никто не гарантирует исполнения сделки.

Рынок производных инструментов очень большой с триллионными объемами сделок по всему миру. Если какой-то участник внебиржевого сектора рынка производных инструментов имеет наибольшую позицию на этом рынке, то это порождает систематический риск. Т.е. при неплатежеспособности или банкротстве одного сработает **эффект домино** и негативный эффект перекинется на другие фирмы (контрагентский риск). Поэтому предлагается ряд способов для улучшения функционирования внебиржевого рынка:

1. Стандартизация сделок внебиржевого рынка;
2. Жесткое регулирование контрагентского риска.

Внебиржевой рынок играет важную роль в функционировании всей экономики, поэтому улучшение работы этого рынка является важным фактором улучшения работы всего финансового рынка. Стандартизация сделок и жесткое регулирование рисков позволит увеличить прозрачность на внебиржевом рынке. Стандартизация также предполагает внедрение центрального контрагента (ЦК), который будет второй стороной всех сделок. Расчетные операции также будут осуществляться ЦК, что позволит требовать от сторон внесения необходимой маржи на их счет. Минимизируется контрагентский риск. Но отметим, что часть сделок останется не стандартизированной. Автор считает, что это негативно скажется на общем уровне риска. Несмотря на то, что вместе со сделками будут стандартизоваться и риски, существенная часть риска останется на внебиржевом рынке. Это следует из того, что предлагается стандартизировать сделки, которые подходят для торговли на биржевом рынке. Получается, что часть заключаемых на внебиржевом рынке сделок переходит на биржевую торговлю. Отметим, что переход торговли означает также переход участников рынка. Необходимо также отметить, что на биржевой рынок переходит торговля теми инструментами, которые более или менее стандартизованы или поддаются стандартизации. Следовательно, эти сделки несут меньше рисков и являются наиболее информационно прозрачными, чем те сделки, которые остаются на внебиржевом рынке. В итоге на внебиржевом рынке остаются чисто не стандартизированные и рискованные сделки. Этот фактор может негативно сказаться на деятельности оставшихся участников внебиржевого рынка, так как им уже недоступна дифференциация пакета сделок (концентрация рискованных и менее рискованных сделок). Уровень риска на одного участника растет, даже если количество участников не снизится в связи с переходом некоторой части на биржевую торговлю. Автор предлагает решить данную проблему следующим образом. Надо в первую очередь понять, что является основной угрозой жизни и функционированию внебиржевого рынка. Это, конечно же, контрагентские риски и риски цепной реакции. Этот риск как раз эксперты предлагают элиминировать. Дело в том, что при стандартизации участники должны будут вносить обеспечение на свой счет на бирже. Это позволит бирже выплатить контрагенту эту сумму в случае возникновения кризисных ситуаций. Следует отметить, что если масштабы проблем маленькие, то сам внебиржевой сектор сможет справиться. При больших масштабах кризиса даже биржевой сектор не сможет обеспечить всех

ликвидностью, которая имеется на счетах контрагентов. Да и внесение дополнительной ликвидности на счет является дополнительным бременем для участника внебиржевого рынка. Поэтому автор предлагает альтернативный вариант решения проблемы рисков.

В работе аргументируется, что основной недостаток внебиржевого рынка заключается в информационной непрозрачности. Если на биржевом рынке биржа все регулирует, анализирует состояние контрагентов, то на внебиржевом рынке этот анализ предоставлен самим участникам рынка. Отсутствие централизованного контроля приводит к тому, что некоторые участники и институты берут на себя неоправданный риск. В случае если этот участник не справится с этими рисками, он потянет за собой всех связанных с ним контрагентов. Автор предлагает создать центрального для всех участников внебиржевого рынка производных инструментов агента. Работу этого агента будут оплачивать сами участники или же этот агент будет частью внебиржевого рынка. Задача агента – собирать информацию об участниках, анализировать эту информацию, выявлять достоинства и недостатки, выявлять и оценивать риски: как от сделок, так и глобальные риски. Этот анализ будет размещен в открытом доступе и любой сможет воспользоваться этой информацией. Во-первых, этот анализ повышает информативность всех сделок и операций. Участники рынка будут иметь больше информации о самих себе и о сделках. Во-вторых, сразу будет видно, какие контрагенты склонны к риску, а какие – нет. Сразу будет видно, какой объем риска и обязательств есть у компании, и будет проведена оценка платежеспособности этого контрагента. В настоящее время основная проблема заключается в том, что есть недостаток информации на рынке. Участники не знают контрагентов и не знают, можно ли им доверять. Центральный агент предоставит такую информацию. Компании, которые откажутся предоставлять информацию о себе и сделках, будут также оцениваться, и будет указываться то, что они отказываются работать с агентом. В любом случае – чем больше информации об участниках, тем больше возможностей оценить риски этих предприятий. А дальше участники сами решают. Если им нравится информационная прозрачность и хочется другой формы стандартизации, такой как на биржевом рынке, то они сами смогут перейти на биржу. Другие участники рынка будут иметь доступ к достоверной информации, но останутся на внебиржевом рынке. Это не будет означать, что они склонны к чрезмерному риску. Просто им чрезмерная стандартизация будет невыгодна экономически, так как объемы сделок, с которыми они работают, не фиксированные.

**Раскрыта особенность торговли производными на биржевом рынке и проанализирована роль этой особенности в определении тенденций торговли и развития биржевого и финансового рынков.** Биржевой рынок отличается от внебиржевого рынка тем, что второй стороной всех сделок всегда выступает биржа. Это означает, что между участниками фактически нет сделки. У каждого из них есть сделка с биржей. Биржа следит за выполнением ее предписаний. Биржа проводит постоянный клиринг и расчет прибылей и

убытков, и в случае необходимости, требует внести ликвидность на счет для обеспечения сделок. На бирже торгуются стандартизированные контракты: фьючерсы и стандартизированные опционы. Под стандартизацией понимается определенный объем, определенная цена, дата и место поставки и выполнения контракта. Вариации исключаются. С одной стороны, это позволяет легче продавать, покупать и находить контрагентов на рынке. С другой стороны, не всегда можно захеджировать необходимый объем: либо недостаточно, либо больше. Но этот недостаток нельзя отнести к существенным недостаткам. Биржевая торговля меньше внебиржевой торговли. Из выше изложенного следует, что понимание существующей динамики на рынке производных является ключевым и для финансового рынка и для реального сектора экономики. Выявление тенденции также сводится к пониманию характера инвестиций, т.е. являются эти инвестиции долгосрочными или краткосрочными. Понимание этих тенденций позволит участникам рынков понять приоритетные направления инвестирования (хеджирования) или направления и тенденции спекуляций. Применение абсолютных объемов на конец периода и оборотов за период для выявления спекулятивного и долгосрочного капитала может дать хорошие результаты, но информативность этих данных можно повысить с помощью двух других показателей. Этими показателями являются количество контрактов на конец года и оборот количества контрактов за год. Количество контрактов на конец года представляет собой существующие обязательства между участниками биржевого рынка. Обороты количества контрактов представляют собой все количество сделок, заключенных в течение года. обороты могут быть больше или равны конечному количеству сделок на конец года. Обороты больше конечного объема на величину исполненных контрактов. Применение этих четырех показателей дает понимание о том, какие сделки являются спекулятивными и какие – хеджевыми.

**В контексте определения тенденций торговли производными на биржевом рынке и характера сделок (спекулятивные и хеджевые)** автор предлагает дополнить анализ двумя дополнительными, расчетными показателями: объем одной сделки на конец года и оборот на одну сделку. Показатели называются расчетными, так как они не публикуются БМР, но рассчитываются на основе опубликованных данных. Предлагается рассчитывать эти показатели следующим образом:

- Объем одной сделки на конец года = объем сделок на конец года / количество сделок на конец года;
- Оборот на одну сделку за год = обороты объема сделок за год / оборот количества сделок за год.

Наряду с публикуемой информацией, применение этих показателей делает анализ более информативным и предоставит возможность прогнозирования вероятного сценария развития событий. В диссертации обосновывается, почему эти показатели будут интересны нам при анализе и как с их помощью можно определить характер сделок и предсказать будущие тенденции. Как выше уже

было отмечено, на рынке производных инструментов присутствуют и хеджеры и спекулянты. Интересы этих двух групп участников определяются различными мотивами. Хеджеры имеют своей целью страхование (хеджирование) своих позиций в реальном секторе экономики. Риски, с которыми они сталкиваются в результате своей операционной деятельности, могут отрицательно влиять на благосостоянии компании. Отсюда и стимулы хеджирования рисков от операций. Хеджирование сводится к определению наиболее вероятного сценария развития событий и применению механизмов минимизации издержек от неблагоприятных событий. Хеджер стремится точно предсказать цену актива, который лежит в основе производного инструмента, чтобы максимально увеличить прибыль от сделки и минимизировать плату за риск. Хеджер отдает часть возможной прибыли за стабильность и безопасность.

Как показывает исторический опыт, интересы спекулянтов сводятся к получению прибыли. В большинстве случаев эти интересы удовлетворяются в краткосрочном периоде, так как в противном случае спекулянт превращается в долгосрочного инвестора. Спекулянты зарабатывают на разнице цен производных инструментов и могут заработать при минимальных первоначальных инвестициях. Например, можно покупать или продавать фьючерсы на биржевом рынке имея при этом маржу на счете на минимальном уровне. Этот минимальный уровень является одновременно и достаточным уровнем для входа на рынок. Но они также могут быстро потерять все. Спекулянт также стремится как можно точнее определить цену производного инструмента, которая во многом зависит от цены лежащего в основе дериватива базисного актива. Это позволит повысить вероятную прибыль и снизить возможные упущенные выгоды. Как видно из данного описания мотивов участников рынка, интересы обеих групп сводятся к точному определению цены актива и цены производного инструмента. Хеджеры являются инвесторами в активы, так как их целью является наиболее точное определение цены актива и последующее заключение контракта по этой цене. Спекулянты стремятся заработать на разнице цен производных на бирже. Они стремятся предсказать изменение цены дериватива в зависимости от изменения цены базисного актива. Хеджеры в основном опираются большими объемами производных. Это связано с тем, что они не рискуют, заключая контракт, так как у них есть актив под каждый контракт. Хеджеры отказываются от сверхприбыли взамен на стабильность. Спекулянты, наоборот, оперируют малыми объемами, так как они могут потерять все в случае неверного прогноза. Влияние на базисный инструмент через дериватив у этих групп также разное. Хеджеры, оперируя большими объемами, могут влиять на тенденции торговли и базисными активами и производными на них. Спекулянты могут систематически продавать и покупать, но по сравнению с хеджерами их влияние на тенденции незначительно. Определение тенденций и прогнозирование динамики на рынке производных является очень важным для всех участников рынка. Как можно использовать информацию о хеджерах и

спекулянтах вместе с информацией о среднем объеме одной сделки на конец года и об обороте на один контракт за год ?

На основе анализа большого массива данных в диссертации сделан вывод о важности роли средних показателей для выявления и понимания тенденций торговли на рынке. В диссертации последовательно представлена связь между этими информационными потоками. Нужно определить хеджевые сделки и спекулятивные сделки. Чтобы определить эти сделки, нужно понять, каковы объемы сделок на рынке, так как мы приняли за основу то, что хеджеры оперируют преимущественно большими объемами, а спекулянты – преимущественно малыми объемами. Следовательно, если поделить весь объем торгов на конец года на количество сделок на конец года, получаем средний объем одной сделки на конец года. Но это только информация на конец года. Чтобы узнать какая ситуация в течение года, разделим весь оборот за год на оборот количества сделок за год и получаем оборот на одну сделку за год. Это даст информацию о том, какой характер имели сделки в течение года и как они отличаются от тех сделок, которые остались на конец года. Если оборот на одну сделку снижается из года в год, это означает, что на рынке в течение года присутствует спекулятивный капитал, который более активен. Если обороты растут, то в течение года активны хеджеры. Если объем одной сделки на конец года увеличивается, то на конец года много хеджеров, которые работают с большими объемами. Если объем одной сделки на конец года снижается, следовательно, либо хеджеры выходят из позиций к концу года, либо спекулянтов много на конец года. Этот метод также полезен при определении тенденций развития рынка производных инструментов. Проводя анализ торгов с целью выявления спекулятивных и хеджевых сделок, можно спрогнозировать будущие тенденции на этом рынке. Анализируя каждый период, можно выявить с какой периодичностью на рынке наблюдается приток или отток хеджеров и спекулянтов. В ходе определения этих тенденций и колебаний можно предсказать, будет ли в следующем периоде приток или отток хеджеров или спекулянтов. Сравнивая реальные данные с прогнозными данными можно сделать вывод, насколько информативным является метод прогнозирования и как можно улучшить способ прогнозирования для получения более достоверного прогноза.

### **3. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ**

Подводя итоги диссертационного исследования, автор приводит следующие обобщающие выводы и рекомендации.

1. В работе доказана важность рассмотрения современных тенденций формирования рынка производных инструментов и тенденций торговли с точки зрения их влияния на эффективность мировой финансовой системы. Внебиржевой и биржевой рынки, предоставляя все более широкий комплекс услуг и продуктов, предъявляя более жесткие требования к технологиям расчетов и торгов, соперничая между собой за новых участников,

стимулировали развитие не только рынка производных инструментов, но и технологического сектора экономики. Появление новых продуктов позволило поднять рынок на новый технологический уровень развития и перейти на новый тренд развития - инновационный. Разработка более сложных продуктов позволяет хеджировать риски более сложной экономической деятельности. Внебиржевой рынок сохранил тенденции к расширению. Этот рынок остается намного популярней биржевого рынка, и его доля продолжает расти. Наблюдается тенденция к увеличению прозрачности информации о внебиржевом рынке и к улучшению качества этой информации.

2. Спрос на производные инструменты существует не только со стороны финансовых институтов. Корпорации также предъявляют высокий спрос к деривативам, так как последние позволяют страховать их экономические операции. В экономически конкурентной среде наиболее важным для корпораций является дешевое кредитование (фондирование) и страховка от колебаний валютного курса, так как в своей деятельности большинство из них включаются в международную торговлю. В различных регионах доминируют различные настроения у инвесторов и участников рынка производных относительно их готовности или способности развивать и расширять региональный рынок производных. Сильный экономический рост приводит к сильным потребностям в производных инструментах и внедрение новых продуктов на рынок приведет к дальнейшему росту финансовой системы региона и повысит уровень конкуренции между регионами.

3. Основной недостаток внебиржевого рынка заключается в том, что возникает контрагентский риск, т.е. риск того, что контрагент не сможет выполнить обязательства перед своим партнером и обанкротится раньше срока исполнения контракта. Предложенная регуляторами финансового рынка Евросоюза и США идея центрального расчетного органа продиктована опытом биржевого рынка, на котором функционирует такой механизм. Т.е., предлагается ввести на рынок центрального контрагента (ЦК) (одного или нескольких). Принципиальное новшество для рынка заключается в том, что одна существующая сделка будет поделена на две части. Второй стороной всех этих сделок будет только биржа. Биржа будет покупателем для всех продавцов, и продавцом для всех покупателей. Недостатки заключаются в том, что не все сделки будут допущены на рынок, так как по некоторым ЦК не сможет оценить существующий уровень риска.

4. Автором предложено создать некий орган, который будет аккумулировать информацию о состоянии рынка. Эта информация будет анализироваться, оцениваться, будут применяться новейшие технологии сбора, анализа и предоставления информации, и идти постоянные разработки новых способов оценки рисков. Этот агент делает публичным проведенный анализ, что позволит участникам рынка увидеть реальное положение вещей на рынке и уровень риска участников рынка. Далее они сами решают заключать или нет дополнительные контракты с тем или иным участником, зная уровень риска на этого участника.

5. Возможность определения характера сделок путем анализа средних показателей по сделкам является новшеством в экономической литературе. Такой подход позволяет выявить основные тенденции торговли и понять цели применения инструментов. Использование общих показателей дает информацию о рынке, о направлении развития, но эта информация слишком общая и не дает представление о характере сделок. Применение средних показателей выявляет, как меняются объемы и обороты в среднем на одну сделку, следовательно, можно выявить тенденции на уровне отдельного участника рынка. Как показывает анализ общих и средних показателей биржевого рынка производных, на основе этих данных можно делать прогнозы будущих тенденций торговли и направлений развития рынка. На основе изложенного материала сделан вывод о важнейшей роли средних показателей по сделкам для повышения эффективности определения направления движения капитала и выявления характера сделок: спекулятивных и хеджевых. Таким образом, кризисные явления в мировой экономике привели к резкому сокращению объема сделок с производными инструментами и к существенному повышению контроля за их торговлей. Данная тенденция является новым этапом становления и эволюции рынка производных инструментов. Кризис показал наиболее уязвимые стороны данных инструментов, а именно недостаток информации о рынке и об уровне риска участников. Уроки кризиса показали, что существует потребность в существенном улучшении работы рынка производных инструментов. Для этого необходим контроль над уровнем риска на отдельного участника рынка, необходимо различать спекулятивные сделки от хеджевых, нужен качественный анализ посылаемых сигналов от рынка, необходимо увеличить количество и качество предоставляемой рынку информации о существующих тенденциях торговли.

По теме диссертации автором опубликованы четыре научные работы, в том числе три статьи в журналах, включенных в перечень российских рецензируемых научных журналов, определенный ВАК:

1. Карслян К. Роль объемов и оборотов сделок в определении направления движения капитала на европейском рынке фьючерсов на процентную ставку // Транспортное дело России. - 2010. – №11. – С. 102-103.
2. Карслян К. Механизм и тенденции эволюции мирового рынка фьючерсов // Международная экономика. – 2011. - №2. – С. 12-16.
3. Карслян К. Влияние объемов и оборотов фьючерсных сделок на движение капитала на мировом финансовом рынке // Международная экономика. – 2011. -№7. – С. 61-67.
4. Карслян К. Тенденции торговли производными инструментами на валюту на внебиржевом рынке // Некоторые аспекты развития мировой экономики в современных условиях / Под ред. д.э.н., проф. Е.А. Касаткиной, к.э.н., доц. В.Ю. Демихова, к.э.н., доц. В.В. Градобоева. - М. : МАКС Пресс, 2011. - С. 78-86.