Комиссаров Дмитрий Юрьевич. Роль производных финансовых инструментов в развитии финансового рынка Российской Федерации : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2004 174 c. РГБ ОД, 61:04-8/3581

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. Особенности формирования и развития рынка производных финансовых инструментов 8

1.1. Происхождение и сущность производных финансовых инструментов 8

1.2. Срочный рынок как сегмент финансового рынка 22

1.3. Факторы роста влияния производных финансовых инструментов на состояние финансового рынка 36

ГЛАВА 2. Международный опыт организации рынка производных финансовых инструментов 57

2.1. Структура и динамика мировых биржевых и внебиржевых рынков финансовых производных 57

2.2. Особенности биржевой торговли финансовыми деривативами 69

2.3. Механизм организации операций с производными инструментами 76

ГЛАВА 3. Рынок финансовых производных в системе финансового рынка Российской Федерации 101

3.1. Рынок производных финансовых инструментов в РФ: современное состояние и проблемы развития 101

3.2. Характеристика правовой базы обращения производных финансовых инструментов 121

3.3. Система показателей экономической безопасности на финансовом рынке Российской Федерации с учетом операций с деривативами 133

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 162

БИБЛИОГРАФИЯ 168

**Введение к работе**

формируют один из быстро растущих сегментов современного финансового рынка. Положительное влияние операций с финансовыми производными на финансовые потоки в российской экономике во многом зависит от состояния нормативно-правовой и технологической базы, которая находится в процессе своего становления. В этой связи многие вопросы институционального обеспечения обращения финансовых деривативов недостаточно регламентированы действующим законодательством и находятся в процессе своей разработки или формирования. Неадекватная инфраструктура рынка производных финансовых инструментов усиливает риски операций с ними, снижает доверие потенциальных инвесторов, что, в конечном итоге, ведет к уменьшению объема финансовых ресурсов, привлекаемых в экономику страны, и дестабилизации финансовых потоков.

Растущее количество сделок с традиционными и экзотическими финансовыми производными предполагает необходимость их высококачественного обслуживания, удовлетворяющего всем требованиям участников рынка производных финансовых инструментов. В связи с этим важной задачей развития рынка финансовых контрактов является совершенствование системы государственного регулирования за счет обеспечения оперативного доступа и перерегистрации прав собственности с минимальным риском для владельцев. Решение этой задачи можно считать одним из условий обеспечения привлекательности срочного рынка для всех категорий национальных и иностранных инвесторов. Формирование эффективной системы обеспечения операций с производными финансовыми инструментами является необходимым условием для стимулирования процесса накопления сбережений в национальном хозяйстве, их трансформации в инвестиции, а также обеспечения всего комплекса прав инвесторов как основы стабилизации темпов социально-экономического развития страны.

Приоритетность решения данных задач подтверждается положениями правительственного варианта «Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации», утвержденного в 2002 г. В соответствии с данной концепцией в качестве одного из главных направлений развития финансового рынка определено формирование и диверсификация полноценного рынка финансовых производных в стране, обеспечивающего расширение операций с производными финансовыми инструментами.

Несмотря на актуальность проблемы развития операций с финансовыми контрактами, она недостаточно исследована в теоретической и практической литературе. До сего момента отсутствуют комплексные научные разработки проблематики, связанной с влиянием операций с финансовыми деривативами на состояние национального финансового рынка в Российской Федерации.

Все сказанное выше обусловило актуальность темы настоящего исследования, его теоретическую новизну и практическую значимость, цель и задачи диссертации.

Целью диссертации является обоснование и разработка теоретических подходов и практических рекомендаций относительно наиболее адекватных для России видов производных финансовых инструментов и системы показателей их влияния на состояние отечественного финансового рынка.

Для реализации поставленной цели были обоснованы и решены следующие задачи: определить место и роль операций с производными финансовыми инструментами в структуре финансового рынка на современном этапе его развития; исследовать международный опыт организации биржевой и внебиржевой торговли финансовыми производными, а также механизм организации операций с ними с целью использования результатов для понимания закономерностей развития рынка финансовых контрактов в России; проанализировать современное состояние и проблемы рынка финансовых производных в Российской Федерации и дать оценку перспектив его дальнейшего развития; выявить факторы роста влияния сегмента финансовых деривативов нз состояние финансового рынка России и предложить его количественную и качественную оценку; обосновать систему показателей экономической безопасности на рынке финансовых производных как индикаторов состояния финансового рынка в Российской Федерации.

Теоретической и методологической основой исследования послужили работы ученых и практиков в области финансов, финансового и банковского права, валютно-финансовых отношений, макроэкономики.

Проблемам, связанным с организацией и развитием операций с финансовыми производными, посвящены работы таких зарубежных экономистов, как: Х.-И. Хессрих, Г. Либерман, П. Штольте, Б. Бойд, С. Келвин, Э. Дж. Долан. Широко известны работы ведущих специалистов в области развития фондового рынка и операций с финансовыми производными: К. Р. Адамова, М. Ю. Алексеева, А. И. Басова, В. А. Галанова, Е. С. Демушкина, Е. Ф. Жукова, Н. Т. Клещева, Я. М. Миркина, К. Ю. Ратникова, Б. Б. Рубцова, Б. В. Черкасского.

Информационной базой исследования явились законодательные акты Российской Федерации и нормативные документы Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), регулирующие операции на срочном рынке, Банка России, аналитические и статистические данные Международного валютного фонда, Организации экономического сотрудничества и развития, а также Госкомстата РФ, Министерства финансов РФ, кредитных организаций и информационных агентств.

В работе применялись различные математико-статистические методы, методы международной статистики, такие как усреднение величин, табличный и модульный методы, моделирование экономических процессов, факторный анализ, основные положения общей теории систем.

Предметом исследования является совокупность теоретических и методических проблем развития рынка производных финансовых инструментов и их влияния на состояние финансового рынка Российской Федерации.

Объектом исследования выступают отечественные и зарубежные производные финансовые инструменты и операции с ними.

Научная новизна работы. В диссертации выявлены особенности организации и функционирования рынка финансовых производных, что позволило оценить его влияние на состояние финансового рынка в Российской Федерации.

Получены следующие конкретные результаты, обладающие научной новизной: выявлены особенности формирования производных финансовых инструментов, организации операций с ними с целью определения их места и роли в структуре национального финансового рынка, а также качества взаимодействия с остальными его сегментами; рассмотрена структура биржевой и внебиржевой торговли финансовыми производными на западных финансовых рынках с целью выявления особенностей организации операций с теми деривативами, которые наиболее перспективны с точки зрения развития современного срочного рынка в России; выявлены и обобщены проблемы российского рынка производных финансовых инструментов, которые тормозят его дальнейшее развитие и связаны с неразвитостью технологий информационного взаимодействия между участниками срочного рынка, высокими издержками обращения финансовых контрактов, несовершенством законодательной базы, а также отсутствием единой централизованной расчетно-клиринговой системы; определены пути совершенствования инфраструктурного обеспечения операций с финансовыми контрактами, связанные с повышением скорости и эффективности расчетов по результатам сделок, снижением их трансакционных издержек, обеспечением эффективного электронного документооборота, устранением противоречий из правовой базы функционирования срочного рынка, что усилит положительное влияние сегмента финансовых деривати вов на состояние российского финансового рынка; \* разработаны методические подходы, позволившие количественно оценить предельные значения финансовых показателей как основу «безопасной» траектории развития рынка кассовых ценных бумаг и производных финансовых инструментов, что положительно влияет на состояние национальной финансовой системы в целом.

Практическая значимость исследования составляют предложения по созданию системы показателей экономической безопасности на российском финансовом рынке при разработке стратегии развития его сегмента производных финансовых инструментов в среднесрочной и долгосрочной перспективах.

Реализация предложений, обоснованных в работе, может способствовать совершенствованию институционального обеспечения деятельности профессиональных участников рынка срочных контрактов, развитию инфраструктуры финансового рынка, и связанных с этим отношений.

Основные положения и материалы диссертации могут быть полезны при чтении лекций в высших учебных заведениях по таким дисциплинам, как «Финансы», «Международные валютно-кредитные отношения», «Рынок ценных бумаг и биржевое дело».

Апробация работы. Результаты исследования апробированы в практической деятельности Среднерусского филиала Сбербанка России, осуществляющего операции на секциях государственных ценных бумаг, корпоративных ценных бумаг и производных финансовых инструментов на Московской межбанковской валютной бирже.

Публикации. Основное содержание диссертационной работы изложено в 3 публикациях общим объемом 1,8 п.л.

## Происхождение и сущность производных финансовых инструментов

В последней четверти XX в. произошли масштабные мирохозяйственные перемены на финансовых рынках, аналогичные тем, которые произошли на товарных рынках. В результате сформировался его новый сектор — рынок производных финансовых инструментов (финансовых контрактов). Его отличительной особенностью являются исключительно высокие темпы роста, в результате которых уже в 2002 г, суммарная стоимость всех существующих финансовых производных приблизилась к 200 трлн. долл. [1].

Происхождение термина (этимология слова) «производное», «производный» связано со словом «деривация» латинского происхождения (derivatus — отведенный, derivatio — отведение, отклонение). Оно означает — производное, произошедшее от чего-либо ранее существовавшего. Отсюда в русских переводах появились термины «производные инструменты», «производные ценные бумаги».

Первыми на рынке появились товарные производные, которые в 60-е гг. XIX — 70-е гг. XX вв. стали играть важную роль в национальном хозяйстве на его индустриальной стадии развития. Если пользоваться трехсекторной моделью общественного производства Д. Белла, то всякая национальная экономика может быть разделена на первичный (добывающие отрасли), вторичный (обрабатывающую промышленность) и третичный (сфера услуг) секторы. Так вот товарные производные имели широкое распространение в условиях двухсекторного деления экономики на первичный и вторичный.

Появление же финансовых производных связано с развитием постиндустриального общества, начиная с 70-х гг. XX в., в условиях, когда преобладающими стали третичный и четвертичный секторы экономики. Под четвертичным сектором экономики подразумевается производство информации (обеспечение информационных потоков) [36].

Появлению финансового инструмента (финансового контракта) на рынке финансовых производных предшествует появление его создание в качестве финансового продукта, который приобретает определенную ценность для его потребителей (потребительную стоимость, по К. Марксу). Это приводит к тому, что вновь созданный финансовый продукт (подобно обычному товару на реальном рынке) вызывает спрос и предложение участников финансового рынка и предназначен как товар для купли-продажи. Его особенность состоит в том, что, будучи реализованным на финансовом рынке, финансовый продукт (в отличие от реального рынка товаров) опосредует неэквивалентный обмен финансовых обязательств, который не приводит к соответствующему движению материальных ценностей. Утрачивая связь с материальной основой и опосредуя неэквивалентность в обмене, финансовый продукт становится по сущности и свойствам финансовой категорией с единственной разницей: сторонами сделки могут выступать любые хозяйствующие субъекты, включая государство.

Однако окончательная реализация свойств финансового продукта на рынке возможна посредством определенных механизмов взаимодействия участников финансовых рынков. В этом случае финансовый продукт как результат сознательной деятельности отдельных частных участников финансового рынка превращается в финансовый инструмент — итог взаимодействия его участников и государства [38].

Другими словами, применительно ко всем финансовыми инструментам выполняются разнообразные операции в связи и по поводу определенным образом сформированных финансовых продуктов, пригодных для купли-продажи.

## Структура и динамика мировых биржевых и внебиржевых рынков финансовых производных

Банк международных расчетов в Базеле (Швейцария) постоянно публикует материалы об объемах мировых рынков ведущих производных финансовых инструментов (табл. 2.1) [69]. Динамика объемных показателей и их динамика по рынкам производных финансовых инструментов являются впечатляющими.

Абсолютный среднегодовой прирост (см. табл. 2.1) за 1990—1995 гг. составил по биржевому рынку около 1,4 трлн. долл., по внебиржевому рынку — 2,9 трлн. долл. (со значительным ростом темпов прироста в период 1994—1995 гг.). За период 1995—2000 гг. соответствующие показатели оценивались как 0,998 трлн. долл. и 9,3 трлн. долл. Другими словами; внебиржевой рынок производных финансовых инструментов более чем в три раза увеличил среднегодовой прирост операций со срочными контрактами и дериватами.

Построим на основании табл. 2.1 базисные индексы изменения объемов (с распределением по составу) мировых рынков производных финансовых инструментов (табл. 2.2).

Дополнительно к приведенным в табл. 2.1 инструментам на внебиржевом рынке имеют место: форвардные сделки с иностранной валютой (в значительных размерах), форвардные сделки с акциями, опционы на иностранную валюту; проценты, соглашения о будущей процентной ставке (FRA) и др. По данным того же Банка международных расчетов, в декабре 2000 г. объем открытых позиций по FRA составил 6,4 трлн. долл.; по финансовым опционам — 13,4 трлн. долл., превысив более чем в 2 раза показатель биржевой торговли этими инструментами.

Согласно опубликованным, данным в 1995 г. величина капитализации (по акциям) поднялась до 18 трлн. долл.; к окончанию 1995 г. капитализация

2673 корпораций, допущенных к торгам на Нью-Йоркской фондовой бирже, составила 6 трлн. долл.

За 1960 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже было продано 776 млн. акций, в 1987 г. там же каждую неделю в обороте находились около 900 млн. акций, в октябре 1997 г. в течение одной торговой сессии были проданы почти 1,2 млрд. акций [70]. Величина капитализации в 1998 г. составила 26,8 трлн. долл. [71].

Если объединить рынки различных типов производных финансовых инструментов (рассматривая их как элементы общего вида) в массив, то структура такого рынка-массива по типам, базису, а также формам организации торговли согласно данным табл. 2.1 (и с ее допущениями) может быть представлена в таблице 2.3.

Примем данные табл. 2.3 для биржевых и внебиржевых рынков в отдельности и представим распределение биржевого рынка производных инструментов по их основаниям (табл. 2.4).

## Рынок производных финансовых инструментов в РФ: современное состояние и проблемы развития

Мировой рынок производных финансовых инструментов - форвардов, фьючерсов, опционов, свопов, кредитных деривативов — самый быстро развивающий сегмент мировой финансовой системы. На этом рынке ежедневно обращаются десятки триллионов долларов. В России же считается некорректным говорить о производных инструментах, поскольку такого термина нет в отечественном праве, а также потому, что некоторые деривативы в России просто отсутствуют: речь идет о соглашениях о будущей процентной ставке (FRA - Forward Rate Agreement), о большинстве свопов, об экзотических опционах, о кредитных деривативах и структурных продуктах. В этой связи применительно к России целесообразно говорить не о полноценном рынке производных финансовых инструментов, а лишь о его сегменте - срочном рынке.

Российские товарные и финансовые рынки имеют собственную историю разработки, внедрения и развития срочных инструментов. Помимо «сделок на разность» (дифференциальных сделок), имевших место еще в дореволюционной России, форвардные сделки (внебиржевые) на доллар США появились в СССР (как новое начало срочного рынка) еще в конце 80-х гг. XX в.

Что касается новейшей истории, то в 1992 г. Московская товарная биржа (МТБ) впервые приняла «Временные правила фьючерсной торговли» и стала проводить торги на поставку долларов США. На этой бирже с переменным успехом проводилась торговля и фьючерсами на сахар и пшеницу. Однако из-за финансовых неурядиц в конце 1995 г. срочная торговля на МТБ была приостановлена и сделки со срочными контрактами возобновились только в апреле 1997 г.

Московская центральная фондовая биржа (МЦФБ) стала проводить регулярные торги финансовыми контрактами с марта 1994 г. Предметом сделок были контракты на доллар США, курс Государственных краткосрочных облигаций (ГКО), цену Облигаций внутреннего валютного займа (ОВВЗ), ставку МИБОР (MIBOR) — процентную ставку размещения межбанковского кредита сроком на 30 и 90 дней. Однако в октябре того же года биржевая палата была объявлена банкротом, а расчеты по срочным операциям и срочные торги были временно прекращены.

В 1995 г. была открыта Московская финансовая фьючерсная биржа (МФФБ). Намного позже других крупных бирж, только в сентябре 1996 г., к торговле срочными инструментами приступила Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ).

Интересна оценка, сформулированная в то время одним из российских финансовых аналитиков: «По внешним признакам развитие фьючерсного рынка в России достаточно точно повторяет опыт Бразилии — страны, долгое время жившей в условиях высокой инфляции. Интенсивное развитие фьючерсного рынка началось здесь также с контрактов на доллар США, причем, как и у нас, не национальная валюта измерялась в долларах, а доллар измерялся в крузейро. За валютными фьючерсами последовали высоколиквидные контракты и опционы на процентную ставку и государственные долговые бумаги, на драгоценные металлы, на фондовые индексы и, наконец, на товарные ценности — кофе и сахар. "Предметное" расширение рынка сопровождалось бурным ростом объемов операций» [89].