Матвеева, Татьяна Александровна. Зерновые фьючерсы на российском рынке производных финансовых инструментов : проблемы и перспективы развития : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Матвеева Татьяна Александровна; [Место защиты: Сарат. гос. соц.-эконом. ун-т].- Оренбург, 2013.- 232 с.: ил. РГБ ОД, 61 13-8/971

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Научные основы осуществления операций с зерновыми фьючерсами на биржевом рынке 10**

1.1. Сущность и назначение зерновых фьючерсов 10

1.2. Необходимость зернового фьючерса на российском рынке производных финансовых инструментов 22

1.3. Риски зерновой отрасли сельского хозяйства и зерновой фьючерс как финансовый инструмент их хеджирования 44

**Глава 2. Становление российского рынка зерновых фьючерсов 61**

2.1. Основные этапы развития рынка зерновых фьючерсов в России 61

2.2. Особенности организации и функционирования рынка зерновых фьючерсов в России 74

2.3. Проблемы функционирования зерновых фьючерсов на рынке производных финансовых инструментов 96

**Глава 3. Перспективы использования зерновых фьючерсов на рынке производных финансовых инструментов в России 109**

3.1. Совершенствование механизма определения справедливой цены на рынке зерновых фьючерсов 109

3.2. Совершенствование инфраструктуры рынка зерновых фьючерсов 127

3.3. Повышение ликвидности зерновых фьючерсов на рынке производных финансовых инструментов 136

Заключение 148

Библиографический список 157

* [Необходимость зернового фьючерса на российском рынке производных финансовых инструментов](http://www.dslib.net/finansy/zernovye-fjuchersy-na-rossijskom-rynke-proizvodnyh-finansovyh-instrumentov.html#5254881)
* [Риски зерновой отрасли сельского хозяйства и зерновой фьючерс как финансовый инструмент их хеджирования](http://www.dslib.net/finansy/zernovye-fjuchersy-na-rossijskom-rynke-proizvodnyh-finansovyh-instrumentov.html#5254882)
* [Особенности организации и функционирования рынка зерновых фьючерсов в России](http://www.dslib.net/finansy/zernovye-fjuchersy-na-rossijskom-rynke-proizvodnyh-finansovyh-instrumentov.html#5254883)
* [Повышение ликвидности зерновых фьючерсов на рынке производных финансовых инструментов](http://www.dslib.net/finansy/zernovye-fjuchersy-na-rossijskom-rynke-proizvodnyh-finansovyh-instrumentov.html#5254884)

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Вот уже несколько десятилетий во всем мире фьючерс на зерно выступает как распространенный инструмент финансового рынка. Годовой оборот зерновых фьючерсов более чем в 15 раз превосходит размер общемирового годового экспорта зерна. В России рынок зерновых фьючерсов начал активно развиваться лишь с 2008 года.

Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года предполагает, что формирование условий рыночного ценообразования на важнейшие для экономики товары, в частности зерно, металлы, энергоносители невозможно без организованного срочного рынка таких товаров. К тому же одной из основных целей развития в Москве международного финансового центра является ликвидация отставания российского финансового рынка от ведущих мировых финансовых центров в области регулирования, инфраструктуры и доступного инструментария.

Сельское хозяйство в России относится к высокорисковым отраслям. Это связано с тем, что сельскохозяйственные производители сталкиваются с множеством рисков: колебанием цен, вариацией уровня урожайности, частичной или полной потерей ресурсов и изменением государственной политики, приводящих к значительным колебаниям своих доходов по годам. Анализ влияния рисков на рентабельность деятельности зернопроизводящих предприятий показывает, что влияние ценового риска превосходит влияние всех остальных рисков, вместе взятых. Очевидно, что управление этим видом риска является одной из важнейших задач сельскохозяйственного товаропроизводителя.

Фьючерсы на зерно позволяют участникам рынка, прежде всего производителям, не только снизить, риск колебания цен, что весьма актуально в условиях высокой волатильности зернового рынка, и повысить рентабельность, но и сформировать прозрачную систему ценообразования. Кроме того, за счёт срочных контрактов частично решается и вопрос финансирования сезонных работ.

Таким образом, актуальность данного диссертационного исследования обусловлена:

во-первых, потребностью производителей зернового рынка в финансовом инструменте, позволяющим им самостоятельно управлять ценовым риском, обусловленным высокой волатильностью цен производителей зерновых и зернобобовых культур;

во-вторых, неразработанностью многих важных методологических и теоретических вопросов, связанных с обращением зерновых фьючерсов в России;

в-третьих, необходимостью разработки конкретных практических рекомендаций по развитию зерновых фьючерсов на рынке производных финансовых инструментов и повышению их ликвидности.

Степень разработанности проблемы. В отечественной и зарубежной научной литературе широко освещаются лишь отдельные вопросы, связанные с темой диссертационного исследования. В трудах Т.А. Батяевой, И.В. Баталовой, Т.Б. Бердниковой, А.Н. Буренина, В.А. Галанова, И.А. Дарушина, И.А. Гусевой, О.И. Дегтяревой, Е.Ф. Жукова, С.В. Кашеваровой, А.А. Килячкова, М.В. Киселева, В.В. Ковалева, К.В. Криничанского, А.С. Кузьменко, А.П. Менов- щикова, Д.М. Михайлова, С.В. Ротко, И.И. Столяровой, Д.В. Сидорова, А.А. Снатенкова В.В. Твардовского, С.В. Харитонова, Л.А. Чалдаевой, Ю.С. Чикирова и ряда других авторов раскрыты вопросы, касающиеся сущности фьючерсов, их классификации, истории появления, а также государственного регулирования биржевой торговли.

В работах Г.Д. Александера, Р. Брейли, Д.В. Бэйли, Г.С. Габидиновой, Л.И. Гончаренко, А.И. Гуревича, А. Дамодарана, Т. Лофтона, С. Майерса, А.Б. Фельдмана, У.Ф. Шарпа рассмотрена комплексная оценка фьючерсов и механизм их ценообразования. В трудах А.А. Анно, Г.Т. Абдрахмановой, А.А. Белинского, Ш. Де Ковни, З. Боди, А. Кейна, А. Дж. Маркуса, К. Рэдхэда, К. Такки, Д.К. Халла, С.Хьюса рассмотрены основы биржевой торговли, выявлены особенности и тенденции их изменения, предложены различные методики работы с фьючерсами и стратегии их хеджирования.

Названные работы, как правило, обобщают опыт развитых государств, имеющиеся труды по развивающимся странам - немногочисленны. Это затрудняет возможность использования имеющихся в науке наработок для оценки явлений, ставших предметом диссертационного исследования. Непосредственно по России исследования рынка зерновых фьючерсов не проводились ввиду недостаточности информационной базы. Малоизученными в отечественной науке остаются вопросы ценообразования и доходности фьючерсов и, в частности, зерновых фьючерсов. Недостаточно решены проблемы законодательного и нормативного обеспечения обращения зерновых фьючерсов на российском рынке производных финансовых инструментов.

Актуальность темы, степень ее научной разработки и практической значимости определили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

Цели и задачи работы. Целью диссертации является развитие теоретических основ функционирования зерновых фьючерсов на рынке производных финансовых инструментов в Российской Федерации и разработка научно- практических рекомендаций по перспективам их развития.

Для достижения указанной цели в работе были поставлены следующие задачи:

проанализировать различные подходы к определению понятия "фьючерс" отечественных и зарубежных ученых-экономистов и дать авторское определение термину "зерновой фьючерс";

обобщить и дополнить классификацию фьючерсов и определить среди них зерновых фьючерсов;

исследовать тенденции развития рынка зерновых фьючерсов в России;

дать характеристику и определить особенности обращения зерновых фьючерсов в России;

выявить проблемы, сдерживающие развитие зерновых фьючерсов на российском рынке производных финансовых инструментов;

проанализировать механизм ценообразования зерновых фьючерсов в целях выявления его недостатков и путей развития;

предложить конкретные меры по повышению ликвидности зерновых фьючерсов на рынке производных финансовых инструментов в России.

Предметом исследования стала система экономических отношений, возникающих в процессе обращения зерновых фьючерсов в Российской Федерации.

Объектом исследования выступила практика обращения и функционирования фьючерсов на зерно в России.

Методологическая основа. В исследовании использованы общенаучные методы познания: обобщение, системный подход, анализ и синтез. Для достижения поставленных задач широко применялись методы исторического, сравнительного, логического анализа. Из специальных методов использовались статистические методы, в частности - анализ временных рядов при выявлении особенностей формирующегося рынка фьючерсов на зерно в РФ и их ценообразования, а также методы корреляционно-регрессионного анализа при изучении влияния факторов на рыночную стоимость зерновых фьючерсов.

Информационная база. В работе использованы научные публикации отечественных и зарубежных учёных, материалы Федеральной службы государственной статистики, информационного агентства "Зерно Он-лайн", Национальной товарной биржи, издания и нормативные акты государственных органов власти по исследуемой проблематике, отчеты мировых бирж, научно- практические публикации в средствах периодической печати и размещенные в сети Интернет.

Научная новизна результатов исследования состоит в развитии теоретических основ и практических рекомендаций по развитию зерновых фьючерсов на российском рынке производных финансовых инструментов.

Наиболее существенные результаты диссертационного исследования состоят в следующем:

дано авторское определение зернового фьючерса, фиксирующее принадлежность данного финансового инструмента к числу производных и раскрывающего его содержание через обязательственные отношения продавца и(или) покупателя по поводу периодического перечисления денежных сумм в расчетную палату биржи в зависимости от изменения рыночной цены зерна или по наступлении обязательства, предполагающего поставку зерна в указанный срок;

разработана классификация фьючерсов, дополняющая традиционные классификационные признаки специфическими критериями выделения сельскохозяйственных фьючерсов в отдельную группы товарных фьючерсов и позволяющая определить место зерновых фьючерсов среди других обращающихся на бирже производных финансовых инструментов;

дана историческая ретроспектива и раскрыто содержание эволюции рынка зерновых фьючерсов в России, развитие которого характеризуется переходом от примитивных форвардных сделок к более совершенным фьючерсным, нарастанием конкурентных преимуществ за счет увеличения экспортного потенциала зернового рынка в условиях глобализации и появлением на рынке расчетных зерновых фьючерсов при одновременном снижении объема торгов поставочными;

выявлены проблемы обращения фьючерсов на зерно в России на современном этапе: отсутствие связи с зерновыми фьючерсами, обращающимися на ведущих зерновых биржах мира; наличие сезонной составляющей и присутствие эффекта выходного дня; спекулятивный характер большинства сделок; монопольное положение участников; недоверие и информационная непрозрачность; низкая ликвидность; неразвитость биржевой инфраструктуры; логистические проблемы;

конкретизированы и систематизированы факторы, влияющие на рыночную стоимость зерновых фьючерсов, и на этой основе доказана необходимость учитывать расходы на грузоперевозку в модели, описывающей фундаментальную арбитражную связь между фьючерсной ценой и ценой на зерно; даны предложения по применению скорректированной модели справедливой цены в целях определения эффективности осуществляемых вложений;

предложен подход к формированию оптимального портфеля фьючерсов на зерно на основе модели "Квази-Шарпа", позволяющей осуществить выбор финансового инструмента в зависимости от целей инвестирования с учетом специфики формирования портфеля в рамках одной отрасли;

даны рекомендации по совершенствованию инфраструктурного обеспечения рынка зерновых фьючерсов и, в частности, обоснованы предложения по модернизации механизма взаимодействия субъектов рынка с элементами рыночной инфраструктуры, в том числе такими специфичными, как элеваторы;

разработан комплекс мер по повышению ликвидности зерновых фьючерсов, предусматривающий создание института маркетмейкеров на рынке, расширение линейки торгуемых инструментов (фьючерс на ячмень, кукурузу, рожь), начисление биржей процентного дохода на денежные средства, внесенные в качестве депозитной маржи, внедрение технологии множественности поставляемых активов, льготный режим налогообложения.

Теоретическая и практическая значимость работы. Теоретическая значимость диссертационного исследования состоит в развитии недостаточно разработанного направления современных экономических исследований, связанных с проблемами и перспективами развития зерновых фьючерсов на рынке производных финансовых России. Представленные в работе новые научные результаты могут послужить основой для дальнейших прикладных исследований практики применения и обращения фьючерсов на зерно.

Практическая значимость результатов, полученных в ходе проведенного диссертационного исследования, заключается в том, что они могут быть использованы сельскохозяйственными товаропроизводителями при управлениями рисками, зернотрейдерами и биржевыми брокерами с целью получения прибыли, а также Министерством сельского хозяйства Российской Федерации при разработке прогноза цены на зерно. Основные теоретические положения и практические выводы диссертации могут найти применение в методическом обеспечении учебного процесса в вузах по профилю "Финансы и кредит".

Апробация результатов исследования. Результаты исследования обсуждались на пятой и шестой Международных научно-практических конференциях "Актуальные проблемы торгово-экономической деятельности и образования в современных условиях" (Оренбург - 2010 г., 2011 г.), на четырнадцатой Международной научно-практической конференции Независимого научного аграрно- экономического общества России "Теоретико-методологические основы и практика инновационного пути развития АПК (Немчиновские чтения)" (Казань- Москва 2010 г.), на международной научно-практической конференции "Реструктурирование экономики: ресурсы и механизмы" (Санкт-Петербург, 2010 г.).

По теме диссертации автором опубликовано 10 статей общим объемом 3,7 п.л., в том числе 4 в изданиях, рекомендованных ВАК (1,7 п.л.).

Выводы и предложения, сформулированные в работе, используются в ООО "Зерновая компания "Славянка", Торгово-промышленной палате Оренбургской области, Министерством сельского хозяйства, пищевой и перерабатывающей промышленности Оренбургской области. Материалы исследования применяются в учебном процессе ФГБОУ ВПО "Оренбургский государственный аграрный университет", при преподавании дисциплин "Рынок ценных бумаг", "Моделирование рынка ценных бумаг", "Инвестиции". Практическое использование результатов исследования подтверждено справками о внедрении.

Объем и структура работы. Работа имеет следующую структуру, определенную логикой анализа взаимосвязанных аспектов изучаемого предмета и совокупностью решаемых задач:

## Необходимость зернового фьючерса на российском рынке производных финансовых инструментов

Среди авторов есть и те, кто считает что фьючерс - это ценная бумага. Однако отнесение фьючерса к ценным бумагам на наш взгляд неверно. Так согласно ст. 143 Гражданского кодекса Российской Федерации к ценным бу магам могут быть отнесены бумаги, которые прямо названы таковыми в Кодексе и отнесены к ценным бумагам законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке. Среди ценных бумаг, перечисленных в ст. 143 ГК РФ, фьючерсов нет. Эмиссионной ценной бумагой признается любая бумага, отвечающая одновременно следующим требованиям: - закрепляет имущественные и неимущественные права; - размещается выпусками; - все бумаги внутри одного выпуска имеют равные объемы и сроки осуществления прав, удостоверенных ценной бумагой, вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги6.

Среди авторов есть те, кто выводит определение фьючерсного контракта из форвардного, при это установив их отличия. Например, по мнению Г.Т. Абдрахмановой "фьючерсный контракт - это то же самое, что форвардный контракт с одним исключением. По форвардному контракту покупатель и продавец определяют размер своих потерь и выгод только в расчетный день, а по фьючерсному контракту ежедневно" . В данном определении по-нашему мнению не хватает главного отличия фьючерса от форварда - принадлежности к биржевой торговле.

По мнению Т. Лофтона фьючерсный контракт - это стандартизированный форвардный контракт, который может быть аннулирован любой из сторон путем зачетной сделки на фьючерсном рынке. Данное определение по-нашему мнению лаконично, но требует дополнительного разъяснения сущности форвардного контракта.

А. Б. Фельдман относит фьючерс к типу производных финансовых (товарных) продуктов-инструментов. По его мнению, фьючерс содержит равные права и обязанности участников сделки на продажу (куплю) в соответствии с правилами и условиями места торговли в определенный срок по цене, установленной данным соглашением, зафиксированного объема ценностей (ценных бумаг, товаров, валюты и др.) либо фьючерс содержит равные права для участников на предоставление в соответствии с условиями и правилами места торговли определенной оценки участника о будущем событии, наступающем в зафиксированный срок. Круг этих событий охватывает и показатели доходности, различные расчетные величины финансового рода . А.Б. Фельдман раскрывает сущность фьючерса не давая определения рассматриваемого инструмента.

Таким образом, очевидно, что большинство авторов не разделяют понятие фьючерса и фьючерсного контракта и признают за фьючерсом (фьючерсным контрактом) статус договора, что подчеркивает двусторонние обязательства, возникающие между его продавцом и покупателем и его юридическую сущность.

К нормативным документам, регулирующим биржевой рынок зерна, относятся (см. рисунок 1.2): - Закон РФ от 20.02.1992 г. № 2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле"; - Постановление Правительства РФ от 2.03.2010 г. № 111 "Об утверждении Положения о лицензировании деятельности биржевых посредников и биржевых брокеров, заключающих в биржевой торговле договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, базисным активом которых является биржевой товар"; - Ст. 912-917 Гражданского Кодекса РФ о складских свидетельствах; Фьючерсы впервые получили правовую закрепленность в Законе от 20 февраля 1992 г. № 2383-1 "О товарных биржах и биржевой торговле". В ст. 8 Закона указано, что фьючерс - это биржевая сделка, связанная с взаимной передачей прав и обязанностей в отношении стандартных контрактов на поставку биржевого товара. Данный закон является основным для товарного рынка и направлен на урегулирование отношений по созданию и деятельности товарных бирж, биржевой торговли и обеспечение правовых гарантий для деятельности на товарных биржах9.

Порядок совершения фьючерсных сделок на фондовых и валютных биржах либо в фондовых и валютных секциях товарных, товарно-фондовых и универсальных бирж в настоящее время регулируется Положением "О деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг" (утв. приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 15.12.2004 г. № 04-1245/пз-н), Положением о порядке оказания услуг, способствующих заключению срочных договоров (контрактов), а также особенностях осуществления клиринга срочных договоров (контрактов), а также особенностях осуществления клиринга срочных договоров (контрактов), утверждённом приказом ФСФР от 24 августа 2006 года № 06-95/пз-н (с изм. от 29 марта 2007 года), а также Положением "О видах производных финансовых инструментов", утвержденном приказом ФСФР 4 марта 2010 г. № 10-13/пз-н.

## Риски зерновой отрасли сельского хозяйства и зерновой фьючерс как финансовый инструмент их хеджирования

История появления зерновых фьючерсов в мире насчитывает уже несколько сотен лет. Первые биржи возникли в Западной Европе. Ими стали созданная в 1531 г. биржа в Брюгге, и образованная в 1556 г. товарная биржа в Антверпене, на которой заключались срочные сделки на перец. Это была первая в мире фьючерсная торговля.

Первая товарная биржа США, образованная в 1848 г. в Чикаго считается родоначальником фьючерсной торговли и фьючерсов. Называлась она Чикагская торговая палата (Chicago Board of Traid) и первоначально ничем не отличалась от товарных бирж того времени, существовавших в других странах и специализировавшихся на торговле сельскохозяйственным сырьем и полуфабрикатами. Однако сильнейшая зависимость объёмов производства сельхозпродуктов и возможностей их доставки до рынка от природно-климатических условий данного региона, вызывавшая очень сильные колебания цен на неё, сразу заставила участников рынка задуматься над необходимостью изменить торговлю таким образом, чтобы «сбалансировать» интересы производителей и покупателей этой продукции с учетом сезонных рыночных цен. Поэтому уже с 1851 г. на бирже стали заключаться форвардные контракты, в которых фиксировалась будущая цена сделки. Практика использования данного вида контрактов показала их существенные недостатки, заключалось множество разнородных по своим условиям контрактов без достаточных гарантий исполнения обязательств по ним кем-либо из партнеров. Самый ранний из зарегистрированных контрактов датируется 13 марта 1851 г. Этот контракт был заключен на 3 тыс. бушелей (около 75 т) кукурузы с поставкой в июне по цене за 1 бушель64 ниже на 1 цент, чем на 13 марта.

Для упорядочения рынка, контракты развивались по пути стандартизации, но этот процесс наталкивался на естественные ограничения, связанные с тем, что каждая реальная сделка (сделка, имеющая целью куплю-продажу конкретного товара) индивидуальна, и есть естественные пределы унификации таких реальных сделок. На аналогичные пределы натолкнулось, и совершенствование форвардных контрактов в части повышения уровня гарантий, так как участники рынка обычно не имеют свободных денежных или товарных ресурсов в размерах, достаточных для твердых и полных гарантий.

В результате примерно через 15 лет - к 1865 г. - был придуман принципиально иной механизм заключения срочных сделок, названный «фьючерсная сделка». В отличие от форвардного контракта, фьючерс был стандартизирован по всем условиям, а гарантирование исполнения обязательств по нему достигалось путем внесения депозитных, или маржевых, сборов. Из чего следует, что зерновые форварды были предшественниками зерновых фьючерсов, являющиеся объектом нашего исследования были первыми из зарегистрированных контрактов.

Идеи данного механизма срочной торговли стали широко известны, и многие другие товарные биржи мира стали внедрять свои системы заключения фьючерсных сделок. Это привело к тому, что уже к началу XX в. большинство товарных бирж превратилось по существу из собственно товарных в товарно-фьючерсные или во фьючерсные биржи, оставаясь при этом по названию товарными биржами. Ведущие товарные биржи мира: В Соединённых штатах Америки: - (СМЕ Group) группа СМЕ, созданная 12 июля 2007 г. в результате объединения Чикагской торговой палаты (англ. Chicago Board of Trade СВОТ) - старейшей в мире биржа фьючерсов и опционов с Чикагской товар ной биржей (англ. Chicago Mercantile Exchange) - одной из крупнейших и наиболее диверсифицированная товарно-сырьевых бирж мира; - (Commodity Exchange Inc. of New York, COMEX) биржа в Ныо-Йорке, на которой торгуют фьючерсами и опционами на поставку металлов; Нью-Йоркская товарная биржа (New York Mercantile Exchange, NYMEX), которая была учреждена в 1882 году. В 1994 году объединилась с биржей СОМЕХ (Commodity Exchange), которая существовала в качестве самостоятельной биржи с 1933 года, занимая ведущие позиции на североамериканском рынке в торговле цветными металлами. 4 августа 1994 года биржи объединились под именем New York Mercantile Exchange, NYMEX. В 2008 году объединённая NYMEX вошла в группу Чикагской товарной биржи СМЕ group, которая функционирует как единый рынок [146]; - New York Board of Trade (NYBOT) - Нью-Йоркская торговая палата -это крупнейший мировой рынок фьючерсов и опционов на несколько популярных сельскохозяйственных товаров: какао, кофе, хлопок, замороженный апельсиновый сок, сахар; - Среднеамериканская товарная биржа (Mid-American Commodity Exchange). Биржа в Чикаго, на которой производятся сделки с фьючерсами (futures) и опционами (options) по разным товарам, а также сделки с финансовыми фьючерсами (financial futures) [149];

## Особенности организации и функционирования рынка зерновых фьючерсов в России

Торги стандартными фьючерсами на зерно проводятся ежедневно в электронной форме по принципу двухстороннего аукциона. То есть продавец выставляет в систему заявку на продажу фьючерса, а покупатель на покупку. В режиме основных торгов сделки заключаются на основе анонимных заявок. При этом биржа не устанавливает соответствия между конкретными покупателями и продавцами пока дело не доходит до поставки. Но предусмотрен и режим переговорных сделок, когда покупатель и продавец заключают сделку по договоренности друг с другом на основе внесистемных заявок (адресных, когда указывается конкретный контрагент по сделке или поставочных, когда указывается конкретный агент по поставке). Любая заявка может быть снята или изменена. Приоритеты исполнения заявок - цена и время. Так заявка продавца, в которой предложена более низкая цена, будет исполняться в первую очередь. А при равной цене в первую очередь исполняется заявка, поданная раньше по времени. Сделки заключаются при пересечении цен встречных заявок в ходе торгов. При этом у участников появляются «открытые позиции». Это означает, что у продавца появилось обязательство продать базисный актив в соответствии со спецификацией проданного фьючерса и количеством проданных контрактов. У покупателя, соответственно, появляется встречное обязательство по покупке. В любой момент до выхода на поставочный период участник может отказаться от своих обязательств. Для этого он должен закрыть позицию». Продавец должен купить столько же фьючерсов, сколько он продал. А покупатель - наоборот.

С февраля 2011 года ОАО "Санкт-Петербургская биржа" и ОАО "Фондовая биржа РТС" осуществляют реализацию совместного проекта по организации биржевых торгов товарными фьючерсами. В данном проекте организатором торгов является ОАО "Санкт-Петербургская биржа", клиринговой организацией - ЗАО "КЦ РТС", расчётной организацией - НКО «Расчётная палата РТС». На базе данного проекта планируется запуск как новых биржевых инструментов на товары, так и перевод ряда действующих срочных контрактов, обращающихся на ОАО "Фондовая биржа РТС"75. Первым инструментом в торгах зерновыми фьючерсами стал расчётный фьючерс на пшеницу, котируемый в рублях. (Сравнение спецификаций поставочного и расчетного фьючерсов см. табл. 2.2) В качестве цены исполнения используется ведущий биржевой индикатор на пшеницу, рассчитываемый на базе цены фьючерса Wheat futures, торгуемого на бирже СВОТ (входит в СМЕ Group). Все фьючерсы являются расчётными (без поставки). Фьючерсы имеют различные сроки исполнения. Торги on-line проводятся в электронной торговой системе с 10:00 до 23:50 по московскому времени. В результате засухи летом 2010 года сельхозтоваропроизводители стали нуждаться в финансовых инструментах, чтобы защищаться от подобного рода рисков, однако использовать в качестве такого инструмента фьючерс на Санкт-Петербургской товарной бирже некорректно ввиду его привязки к ценам Чикагской биржи.

Сравнительная характеристика спецификаций на выше описанных биржах представлена в таблице 2.2.

По нашему мнению, расчетный фьючерс на зерно больше ориентирован на спекулянтов, так как привязан к ценам на Чикагской товарной бирже и по своей сути не предполагает поставки. Биржа «Санкт-Петербург» (сайт) URL: http://www.spbex.ru/10239 Таблица 2.2 Сравнительная характеристика спецификаций фьючерсов на пшеницу на биржах НТБ и Санкт-Петербургская биржа совместно с РТС Базисный актив Мягкая продовольственная пшеница 3,4, 5 классов, Пшеница с качественными характеристиками, соответствующимиамериканской мягкой озимойкраснозерной пшенице Soft RedWinter №2 Объём контракта 65 метрических тонн 1 тонна Исполнение Физическая поставка Расчет вариационной маржи Гарантийное обеспечение 15600 руб. за один контракт (около 5%) 12% стоимости контракта, рассчитанной по расчетной цене предыдущей торговой сессии Месяцы поставки Январь, март, май, апрель, июль, сентябрь, ноябрь Январь, март, май, апрель, июль, сентябрь, ноябрь Лимит изменения цены 120 рублей за одну метрическую тонну (около 3 %) +/- 6% от расчетной цены предыдущей торговой сессии Последний день торговли Рабочий день до 15-ого календарного дня месяца контракта. Последний рабочий день месяца контракта Котировка контрактов В рублях и долларах В рублях

На НТБ обращаются семь типов поставочных инструментов: четыре типа поставочных фьючерсов на пшеницу, а также поставочный фьючерс на рис и два типа поставочных фьючерсных контракта на рисовую крупу. Кроме того, с 2002 года НТБ принимает участие в проведении государственных товарных и закупочных интервенций на рынке зерна, является уполномоченной биржей Минсельхоза России.

Первыми в обращение были введены поставочные фьючерсы на пшеницу, а спустя почти 2 года фьючерсы на рис и рисовую крупу. Базовым активом поставочного фьючерса на крупу рисовую выступает крупа с качественными характеристиками, которые определяются в соответствии с ГОСТ 6292-93 93 или ТУ 8 РФ 11-111-92., а в поставочном фьючерсе на рис - рис с качественными характеристиками, которые устанавливаются в соответствии с ГОСТ 6293-90.

На НТБ запущены в обращение 2 типа поставочных фьючерса на пшеницу: фьючерс на пшеницу 3, 4 и 5 класса (объем контракта 65 тонн) с усло виями поставки EXW (франко-склад) - элеваторы Южного Федерального Округа РФ и фьючерс на экспортную пшеницу (объём контракта 60 тонн) с условиями поставки FOB (франко-борт) - порт Новороссийск. Биржи самостоятельно разрабатывают фьючерсные контракты, стандартизированные по всем параметрам кроме цены. Параметры спецификации контрактов на НТБ представлены в таблице 2.3. Стандартизация фьючерса делает его неизменным во всех сделках между различными продавцами и покупателями, заключаемых на протяжении всего срока его существования. Стандартизация фьючерса на зерно имеет следующие достоинства: резкое ускорение процесса заключения сделки. Так как сделка совершается в считанные секунды; упрощение расчетов по сделкам; увеличение количества заключаемых сделок; привлечение к биржевой торговле круга лиц и организаций, не располагающих самим биржевым активом; осуществление торговли в упрощенной форме путем ссылки на типовой контракт (без оформления самих контрактов).

Сравним основные параметры спецификации фьючерсов в России и в США в Чикагской товарной палате (Chicago Board of Trade - СВОТ). Эта биржа считается первой на рынке фьючерсов на пшеницу. Появились такие контракты здесь в 60-е годы XIX века. Фьючерс на мягкую красную пшеницу на СВОТ - самый активно торгуемый и старый пшеничный фьючерс в мире, поэтому был выбран именно он для сравнения с российским контрактом.

## Повышение ликвидности зерновых фьючерсов на рынке производных финансовых инструментов

Важной особенностью фьючерсной торговли на зерно, вытекающей из её стандартизации, является обезличенность контракта. Сторонами во фьючерсном контракте выступают не продавец и покупатель, а продавец и Расчетная палата или покупатель и Расчетная палата биржи. Это позволяет продавцу и покупателю действовать независимо друг от друга, т.е. ликвидировать свои обязательства по ранее оформленному контракту путем совершения обратной сделки.

Фьючерсная цена - это цена актива фьючерсного контракта, по которой он должен быть исполнен при окончании срока его действия; текущая рыночная цена фьючерсного рынка биржевого актива с заданным сроком окончания действия фьючерсного контракта.

По мнению профессора В. А. Галанова существуют два противоположных подхода к тому, что лежит в основе фьючерсной цены: фундаментальный, или объективный, закономерный, и психологический, или субъективный [46].

Первый подход сводится к тому, что основа цены всегда объективна, не зависит от воли и желания отдельного лица (группы лиц) на рынке. Цена есть результат сложного и противоречивого взаимодействия участников рынка, действия которых базируются на объективных экономических условиях и интересах. Цена - закон, рождаемый рынком, поэтому в большей или меньшей степени она может быть выражена математической формулой или моделью, которую ученые-экономисты должны открывать и по мере изменения объективных экономических условий изменять и корректировать.

В противоположность этому подходу существует другой подход к пониманию сущности фьючерсной цены, который называется «теория ожиданий», или «субъективистская теория». Фьючерсная цена в нем трактуется как ожидаемая цена спот актива фьючерсного контракта на момент его исполнения на реальном рынке. Эта цена определяется как величина, каким-либо образом вытекающая (но совсем не обязательно как средняя, ибо последнее означало бы наличие какой-либо закономерности) из совокупности ожидаемых каждым участником рынка цен, которые (как полагают участники) будут в будущем. Это субъективный подход к определению фьючерсной цены. Главный недостаток его состоит в том, что отрицаются - либо объективные основы, под влиянием которых участники рынка формируют свои решения, а значит и не существует других моделей цены, тех, которые могли бы смоделировать субъективные ожидания участников рынка. Фьючерсная цена в данном случае есть субъективная рыночная оценка, непонятно как образующаяся на рынке, различие между этими теоретическими подходами можно выразить и следующим образом [46, С. 152].

В фундаментальной теории разница между текущей фьючерсной (форвардной) ценой и текущей ценой спот есть прирост капитала за период, остающийся до окончания срочной сделки. В субъективистской теории - теории ожиданий - разница между указанными ценами равна разнице между предполагаемой будущей и текущей ценами спот, при этом будущая цена спот определяется на основе субъективных ожиданий участников рынка.

Когда речь идёт о фьючерсном контракте, то не проводится различие между понятиями «цена актива, лежащего в основе фьючерсного контракта» и «цена фьючерсного контракта», а считается, что цена фьючерсного контракта и цена лежащего в его основе актива - это одно и то же.

На самом деле понятие «цена фьючерсного контракта» - это алогизм, ибо у контракта, или вообще у рыночной сделки, не существует цены; нельзя купить или продать сделку купли-продажи. Однако можно переуступить, в том числе перекупить или перепродать, обязательство (на покупку или на продажу) по контракту (при условии, что оно существует какое-то время). Следовательно, выражение «цена» контракта имеет смысл, если речь идёт о ценах обязательств его сторон.

Купля-продажа фьючерсных контрактов, которая на самом деле означает взятие обязательств продавца или покупателя по ним и последующую досрочную ликвидацию их путем принятия противоположных обязательств, проявляется в форме купли-продажи актива, являющегося предметом контракта, а потому и цена актива становится формой выражения цены обязательства по фьючерсному контракту, или просто цены фьючерсного контракта [46, С. 150].

Фьючерсная цена - это прогнозируемая (участниками рынка) рыночная цена, в основе которой лежит текущая рыночная котировка. Деление рыночных цен на текущие цены (спот) и на фьючерсные цены верно до определенного предела, и по тем, и по другим заключаются рыночные сделки, но кассовые - по первым, срочные - по вторым; и те, и другие - результат рыночного прогнозирования, но первые устанавливаются, исходя из прогноза изменения факторов, влияющих на цену (например, исходя из будущей доходности или будущих процентных ставок); вторые - исходя из прогноза изменения цены спот, Поэтому первичным является изучение процесса ценообразования исходных активов, или рассмотрение факторов определяющих уровень цен кассовых сделок на активы, лежащие в основе фьючерсных контрактов [45, С. 150].

Один и тот же биржевой актив, как правило, имеет разные цены на физическом (наличном, реальном) рынке и на фьючерсном рынке. Это следует из того, что реальная купля-продажа актива на физическом рынке происходит в данный момент, а на фьючерсном состоится через какой-то промежуток времени - от нескольких дней до нескольких месяцев или даже лет.