**РОССИЙСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ТОРГОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ**

**УНИВЕРСИТЕТ**

На правах рукописи



**04.2.01 2 70 8 7 6**

**Петренко Евгений Васильевич**

**РЫНОК ДЕРИВАТИВОВ В МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ
СИСТЕМЕ: СОСТОЯНИЕ, РАЗВИТИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ**

**Специальность: 08.00.14 - Мировая экономика**

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель - доктор экономических наук, профессор **Пузановский Адриан Георгиевич**

**Москва - 2012**

**Оглавление**

[Введение 3](#bookmark2)

[Глава 1. Рынок деривативов в структуре мирового финансового рынка 11](#bookmark5)

1. Теоретические аспекты исследования деривативов: сущность и

[классификация 11](#bookmark7)

1. Деривативы как инновационные инструменты финансового

рынка 24

1. Влияние финансовых глобализационных процессов на мировой рынок

деривативов 39

[Глава 2. Деривативы как фактор формирования кризисных процессов в мировой экономике, конъюнктуры товарно-сырьевых рынков и рынка портфельных инвестиций 60](#bookmark18)

1. Роль рынка деривативов в развитии современного финансово­экономического кризиса 60
2. Деривативы как ценообразующий фактор товарно-сырьевых

рынков 78

1. Производные финансовые инструменты на рынке портфельных

[инвестиций 97](#bookmark28)

[Глава 3. Инфраструктура и регламентация мирового рынка деривативов: изменения и проблемы 120](#bookmark39)

* 1. Актуальные проблемы регулирования и перспективы развития

[мирового рынка деривативов 120](#bookmark41)

* 1. [Изменение инфраструктуры мирового рынка деривативов 130](#bookmark46)
	2. Рынок деривативов в структуре российского финансового рынка:

приоритеты развития и регулирования 137

[Заключение 157](#bookmark57)

[Библиографический список использованной литературы 168](#bookmark58)

[Глоссарий 178](#bookmark62)

Приложения 184

**з**

**Введение**

Актуальность темы исследования. В условиях финансовой глобализации последних десятилетий произошло объединение национальных рынков капитала в единое инвестиционное пространство, в результате чего сбережения отдельных стран ищут прибыльного размещения по всему миру, а для финансирования национальных проектов активно привлекается иностранный капитал. Сегодня конкуренция за финансовые ресурсы стала глобальной. Вместе с тем расширение процессов секьюритизации вовлекает в мировой финансовый оборот все большее количество нефинансовых активов.

В настоящее время большинство экономистов, опираясь на проведенные исследования, делают вывод о сильнейшем дестабилизирующем факторе, которым является абсолютная свобода перетоков всех типов капитала, особенно высокоспекулятивных краткосрочных. Именно это стало одной из главных причин стремительного распространения кризиса с американской экономики на мировую.

Трансакции с деривативами фактически оказались вне системы правового регулирования, что предоставило широкие возможности для спекуляций и ускорило процесс обособления валютно-финансовой сферы от реального сектора мировой экономики. Такие свойства деривативов, как высокая ликвидность и гибридность, способствовали росту объемов торговли с этими инструментами. Следует подчеркнуть, что высокая ликвидность деривативов определена тем, что их в любое время можно реализовать на одном из сегментов вторичного рынка: на биржевом или внебиржевом. А гибридность этих финансовых инструментов позволяет использовать их как для достижения нескольких целей, например, спекуляции и хеджирования рисков, так и для обслуживания разных сегментов рынка.

Широкое использование деривативов в условиях либеризации международных валютных отношений и глобализации финансовых рынков создает новые проблемы для регулирующих органов.

Все вышесказанное определяет высокую актуальность исследования современного и будущего развития мирового рынка деривативов и его роли в формировании российского финансового рынка.

Степень разработанности темы исследования. Посткризисные проблемы мирового финансового рынка активизировали научные исследования развития и регулирования рынка производных финансовых инструментов. В работах таких отечественных и зарубежных ученых, как В.В. Булатов, Г.И. Колесников, А.А. Белинский, А.Б. Фельдман, М.В. Киселев, А.Н. Буренин, П.Ю. Соловьев, Дж. Мэрфи, М. Томсетт, Дж. Стиглиц, Н. Рубини, исследованы различные проблемы рынка деривативов и его регламентации. Среди работ, посвященных вопросам управления финансовыми рисками и портфелями активов, а также проблемам равновесия рынка срочных финансовых инструментов, следует отметить труды зарубежных ученых Р. Брейли, У. Шарпа, Г. Марковица, М. Лоренца, Ю. Бригхема, Дж. Тобина, X. Мински, Дж. Кейнса и научные исследования отечественных ученых И.А. Дарушина, А.В. Смирнова, Р.М. Энтова.

В своем исследовании автор использовал фундаментальные теоретические и научно-практические наработки в области проблем финансовой глобализации экономики, международной экономической интеграции и международной конкуренции, представленные в работах российских и зарубежных ученых Е.Ф. Авдокушина, А.С. Булатова, Н.Н. Ливенцева, В.Л. Иноземцева, Е.Д. Халевинской, А.Н. Спартака, М.И. Столбова, В.В. Шмелева, О.В. Хмыз, Р.М. Нижегородцева, Л. Жака, А. Гринспена.

Однако большая часть работ отечественных и зарубежных ученых посвящена исследованию эффективности механизмов совершения сделок с производными финансовыми инструментами и предназначена, в основном, для практикующих участников рынка. Недостаточно полно в работах российских ученых отражены и некоторые аспекты регулирования рынка деривативов. Практически отсутствуют научные монографии, комплексно отражающие состояние, проблемы и перспективы развития мирового рынка деривативов.

**Цель и задачи исследования.** Целью диссертационной работы является комплексное исследование развития рынка деривативов в мировой финансовой системе и выявление приоритетов его расширения и регулирования на российском рынке.

**Задачи** исследования подчинены достижению цели и состоят в следующем:

* раскрыть сущностное содержание деривативов и предложить их классификацию;
* показать изменения, происходящие на финансовом рынке под влиянием инновационных деривативных инструментов;
* провести анализ влияния финансовых глобализационных процессов на рынок деривативов;
* определить роль рынка деривативов в развитии современного финансово-экономического кризиса;
* исследовать влияние деривативов на механизм ценообразования на товарно-сырьевых рынках;
* выявить изменения на рынке портфельных инвестиций, связанные с расширением рынка деривативов и биржевых индексных фондов;
* проанализировать эффективность регулирования рынка деривативов на национальном и международном уровнях и обозначить перспективы его развития;
* обосновать изменение инфраструктуры мирового рынка деривативов;
* выявить приоритеты расширения и регулирования российского рынка деривативов и обозначить комплекс мер, способствующих его развитию.

**Объект исследования** - современный мировой рынок деривативов.

**Предметом исследования** является совокупность экономических отношений на мировом рынке деривативов в условиях финансовой глобализации.

**Область исследования.** Диссертационное исследование проведено в рамках специальности 08.00.14 «Мировая экономика». Областью исследования в соответствии с паспортом специальностей ВАК избрана: «Мировой фондовый рынок, его механизмы и роль в развитии отдельных стран и мирового хозяйства в целом. Интернационализация фондовых бирж» (п. 14).

Теоретическую и методологическую основу исследования составили труды российских и зарубежных специалистов, посвященные анализу теории и практики финансовой глобализации и международного движения капитала, труды отечественных и зарубежных ученых и специалистов-практиков по проблемам функционирования и регулирования мирового фондового рынка и его деривативного сегмента, вопросам трансформации конъюнктуры товарно­сырьевых рынков в условиях финансовой глобализации.

При проведении исследования использовались методы системного и сравнительного анализа, экспертных оценок и диалектической логики.

Информационная база работы. При проведении исследования использовались следующие материалы: законодательно-правовая база России в части регулирования рынка деривативов и биржевой деятельности; нормативно-правовые документы Правительства РФ, Министерства финансов РФ, Центрального банка и Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР); отчеты Международного валютного фонда и Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC); официальные издания информационных агентств The Futures Industry Association, U.S. Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, Hedge Fund Databases и других; материалы официальных сайтов мировых банковских корпораций Bank of America Corporation, HSBC .Holdings Inc., Citigroup Inc., инвестиционных банков Goldman Sachs, JPMorgan Chase и бирж NYSE Euronext, Deutsche Boerse, HKEx и ОАО «ММВБ-РТС»; данные периодической печати; материалы международных и российских научно­практических конференций по рассматриваемой проблеме.

Научная новизна диссертации заключается в том, что дана оценка современного состояния и регулирования мирового рынка деривативов, определено его влияние на конъюнктуру товарно-сырьевых рынков, международное движение портфельных инвестиций, формирование кризисных процессов в экономике и обоснован комплекс мер, способствующих развитию российского рынка деривативов.

Основные результаты, обладающие научной новизной и выносимые на защиту, заключаются в следующем:

* уточнено содержание понятия «дериватив» и сформулировано авторское определение дериватива как срочного финансового контракта, предусматривающего в соответствии с особыми условиями различные возможности реализации прав или принятия обязательств, связанных с определенными параметрами финансового инструмента и изменением цены базисного актива, лежащего в его основе. Предложена классификация деривативов по двум ключевым критериям: как различные модификации трех разновидностей срочных операций и по характеру их базисного актива, и обоснована неактуальность систематизации деривативов по критерию организации торговли;
* показана сложность структуры синтетических деривативов, вызванная многократной секьюритизацией базисных активов на основе экономико­статистических моделей и алгоритмов, и обоснована невозможность объективной оценки рискованности операций с этими инструментами;
* установлено, что рынок деривативов является механизмом массированного и слабо контролируемого на национальном и международном уровнях перетока капитала из одной сферы в другую: с рынка интернет­компаний на ипотечный рынок, затем на рынок нефти и других сырьевых товаров, на рынок золота и рынок биржевых фондов (ETF);
* выявлена двойная роль рынка деривативов в формировании и развитии мирового финансово-экономического кризиса: с одной стороны, доказано, что деривативы стали мультипликатором кризисных процессов в мировой экономике и изменили структуру финансового рынка, придав долгам статус наличности межбанковских расчетов; с другой стороны, выдвинута гипотеза, что рынок деривативов, благодаря способности диверсифицировать и структурировать риски, сгладил эффект кризиса в реальном секторе экономики;
* доказано, что расширение рынка деривативов привело к трансформации мировых товарно-сырьевых рынков в сегменты финансового рынка и изменило механизмы ценообразования: ключевыми в формировании мировых цен стали спекулятивные операции с деривативами и с сертификатами ETF;
* выявлен и обоснован рост портфельных инвестиций в форме деривативных контрактов и основанных на них ETF в экономику развитых стран, что противоречит неоклассической теории и снижает надежность таких вложений;
* сделан вывод о том, что в настоящее время все большее количество ETF не только формируется с помощью финансовых и товарных деривативов, но и моделирует динамику актива с использованием сделок своп, что открывает для инвесторов дополнительные возможности, но повышает уровень риска таких операций;
* дана оценка существующей системе регулирования, надзора и мониторинга рынка деривативов на национальном и международном уровнях: установлено, что она не соответствует требованиям комплексного подхода к ограничению бесконтрольного перемещения спекулятивного капитала, и обоснована необходимость ее корректировки через введение налога на трансакции с деривативами, разработку конкретных механизмов и норм регулирования внебиржевого рынка в американском и европейском законодательствах, регламентацию сроков внедрения новых законов США и Евросоюза и создание устойчивой и эффективной системы глобального регулирования рынка деривативов.

Практическая значимость исследования. Сформулированные и обоснованные в исследовании выводы, а также выработанные предложения автора по развитию и регулированию российского рынка деривативов через создание биржевых рынков металлов, энергоресурсов и погодных деривативов; введение налога на трансакции с деривативами в рамках международной инициативы по ограничению спекуляций с этими инструментами;

формирование в структуре ОАО «ММВБ-РТС» системы мониторинга, включающей в себя создание баз данных по значительным торговым позициям и надзор за действиями крупнейших иностранных портфельных инвесторов, могут быть использованы государственными органами, в ведении которых находятся вопросы управления и регулирования биржевого и внебиржевого рынка деривативов и банковской деятельности, а также в практической работе российских биржевых площадок.

Аналитические материалы и теоретические выводы могут быть задействованы при подготовке учебных программ, лекционных курсов и методических материалов для учебных заведений экономического профиля по курсам «Мировая экономика», «Международные экономические отношения», «Международные валютно-кредитные отношения» и «Рынок ценных бумаг».

Апробация и внедрение результатов работы. Основные положения диссертационной работы обсуждались и были одобрены на международных научно-практических конференциях «Актуальные проблемы и современное состояние общественных наук в условиях глобализации» (Москва, 2011 год), «Актуальные вопросы экономических наук» (Уфа, 2011 год) и «Современные проблемы народно-хозяйственного комплекса» (Москва, 2011 год), а также на научных семинарах и заседаниях кафедры мировой экономики Российского государственного торгово-экономического университета.

Отдельные положения и рекомендации проведенного исследования апробированы и внедрены в научную и проектную деятельность Научно­внедренческого центра Международного исследовательского института (справка о внедрении результатов диссертационного исследования №11-08/34- 61 от 27 июля 2011 года), а также в деятельность инвестиционной компании «Велес Капитал» (справка о внедрении результатов диссертационного исследования №03/3201 от 28 августа 2012 года).

Публикации. Основные положения диссертации отражены в восьми опубликованных автором печатных работах общим объемом 4,3 п.л., в том числе три статьи объемом 1,9 п.л. в журналах, входящих в перечень рекомендованных для публикации ВАК Министерства образования и науки России.

**Заключение**

По итогам проведенного исследования можно сформулировать ряд обобщающих выводов, в числе которых следующие.

1. В настоящее время в мировой практике не существует единого подхода к пониманию сущности деривативов. Согласно определению МВФ деривативы - это финансовые инструменты, привязанные к определенному финансовому инструменту, показателю или товару, и посредством которых конкретные финансовые риски могут самостоятельно обращаться на финансовых рынках. Комиссия США по торговле товарными фьючерсами (CFTC) определяет дериватив как договор, цена которого производна от ценности одной или нескольких базовых ценных бумаг, индексов, долговых инструментов, товаров и других производных инструментов. В германском финансовом праве деривативы - это права, торговля которыми осуществляется на рынке, а цена прямо или косвенно связана либо с движением рыночной стоимости ценных бумаг или валюты, либо с изменением процентных ставок. Английский регулятор FSA определяет деривативы как контракты на разницу и относит к ним фьючерсы и опционы. Российское законодательство называет производным финансовым инструментом договор, который предусматривает одну или несколько обязанностей, например, обязанность одной стороны передать, а другой принять и оплатить валюту, товар или ценные бумаги.

На основе анализа существующих научных подходов и законодательств разных стран автор предлагает определять деривативы как срочные финансовые контракты, предусматривающие в соответствии с особыми условиями различные возможности реализации прав или принятия обязательств, связанных с определенными параметрами финансового инструмента и изменением цены базисного актива, лежащего в его основе. Такое определение не только отражает основные качества дериватива без перечисления базисных активов, но и интегрирует в себе возможность определять дериватив либо с позиций права, как, например, в наиболее близком нам германском финансовом праве, либо с позиций договора, как он определен в американском и российском законодательстве.

Проведенное исследование показало, что не все производные инструменты являются деривативами: существуют производные инструменты спотового рынка, например, АДР. В то же время такие деривативы, как сделки своп, согласно определению МВФ необходимо относить к группе производных финансовых инструментов. Кроме того, дефолтные свопы отличаются от традиционного страхования, во-первых, механизмом проведения операций хеджирования и страхования; во-вторых, возможностью использования CDS для проведения арбитражных и спекулятивных операций; и в-третьих, тем, что объем открытых CDS обычно значительно превышает фактический объем базовых активов, по которым проданы свопы.

Систематизацию деривативов необходимо осуществлять по двум ключевым критериям. Как различные модификации трех разновидностей срочных операций деривативы можно разделить на такие группы: собственно срочные контракты - форфарды и фьючерсы; срочные контракты с правом отказа от их совершения - опционы; срочные контракты, в которых встречные обменные операции сочетаются с немедленной или срочной поставкой, - свопы. Вторым критерием является характер их базисного актива, позволяющий классифицировать деривативы как товарные, финансовые и экзотические.

Что касается используемой в научных исследованиях систематизации деривативов по критерию организации торговли на биржевые и внебиржевые, то она не актуальна, потому что все большее число внебиржевых деривативов стандартизируется и торгуется организованно.

Механизмы и стратегии инвестирования с использованием деривативов в большинстве случаев носят спекулятивный характер. Тем не менее с помощью деривативов компании могут мобилизовать финансовые ресурсы, снизить процентные ставки по кредитам и зафиксировать валютный курс для проведения экспортно-импортных операций.

1. Одним из примеров инноваций финансового рынка последних лет стала структурированная секьюритизация, в результате которой появились принципиально новые инструменты, позволяющие диверсифицировать и структурировать риски, перераспределять их между участниками рынка, продавая отдельно кредитный риск от рыночного. Причем если раньше при оценке риска обязательно учитывались аспекты, зависевшие от конкретной ситуации и не поддающиеся количественному анализу, то сегодня эти факторы не принимаются в расчет. Считается, что риск можно оценить с помощью статистического анализа данных за прошлые годы. В последнее время широко используются экономико-статистические модели и алгоритмы, позволяющие проводить оценку стоимости деривативов, опираясь на объективную математическую основу. Структура деривативов стала настолько сложной и непрозрачной, что оценить реальную стоимость портфелей финансовых компаний практически невозможно. Оценка рискованности операций с деривативами усложняется еще и тем, что инвесторы, приобретая эти инструменты, в подавляющем большинстве случаев полагаются на кредитные рейтинги, присвоенные данным бумагам рейтинговыми агентствами, деятельность которых практически не регулируется. Не изменил ситуацию в сфере рейтинговых оценок операций с синтетическими деривативами и новый закон Додда - Фрэнка «О реформе Уолл-стрит и защите потребителей», вступивший в силу 11 июля 2011 года, многие аспекты которого являются всего лишь рекомендациями в общих чертах.

Вместе с тем рискованность операций с такими финансовыми инновациями, как синтетические деривативы, связанная в том числе и с неопределенностью потоков будущих платежей, и сложность, а в некоторых случаях и невозможность оценки возникающих рисков, и лежат в основе развития кризисных процессов в мировой финансовой системе.

1. В условиях финансовой глобализации и либеризации денежные средства легко пересекают национальные границы в поисках наиболее прибыльного вложения капиталов. Вместе с тем либеральное законодательство

США, позволяющее с конца прошлого века совмещать классические банковские операции с рискованными спекулятивными сделками, трансформировало рынок деривативов. Теперь эти производные инструменты чаще используются для получения сверхприбыли, основная часть сделок с ними заключается на внебиржевом рынке, а рост объемов торгов свидетельствует о том, что именно эти финансовые инструменты составляют значительную долю в структуре виртуального капитала. Таким образом, активное развитие рынка деривативов способствовало объединению всех секторов мирового финансового рынка и стало механизмом массированного перетока капитала из одной сферы в другую. В результате, в течение последних десяти лет виртуальный капитал перетекал с рынка интернет-компаний на ипотечный рынок, затем на рынок нефти, казначейских облигаций США, потом на рынок золота и на рынок биржевых фондов. Причем в настоящее время скорость и объемы потоков капитала выросли настолько, что не ясно, как их можно регулировать. Это приводит к возникновению все более серьезных рисков, и чтобы бороться с ними нужны глобальные решения, но принять их сложно из-за противоречий между странами.

1. В настоящее время многие аналитики напрямую связывают финансовый кризис с чрезмерным развитием рынка деривативов, особенно, с расширением его внебиржевого сегмента. Однако, по мнению автора, рынок деривативов оказал двойное влияние на формирование и развитие современного финансово-экономического кризиса.

С одной стороны, деривативы, ставшие причиной формирования огромных масштабов виртуальных капиталов, выступили мультипликатором кризисных процессов в мировой экономике. Эти финансовые инструменты, основанные на долговых обязательствах, активно использовались в межбанковских расчетах, что не только способствовало расширению рынка, но и вуалировало истинные объемы первичного долга. Кроме того, хеджирование сделок с ценными бумагами с помощью деривативов также увеличивало объемы спекулятивных обязательств на рынке.

Вместе с тем широкое внедрение деривативов изменило структуру финансового рынка. В результате, к двухуровневой модели рыночной экономики, включающей в себя наличные деньги и кредитные обязательства, добавился третий уровень - кредитные деривативы. Долговые обязательства стали активно использоваться в межбанковских расчетах.

Необходимо строго регламентировать внебиржевой сегмент рынка деривативов, однако проблема заключается не столько в отсутствии транспарентности на рынке деривативов, сколько в их сложности и недостаточном контроле за покупателями и продавцами.

С другой стороны, можно выдвинуть гипотезу, что совокупность свойств деривативов, и, прежде всего, их способность диверсифицировать и структурировать риски, способствовала смягчению последствий кризиса для реальной экономики. Кроме того, нередко на рынке деривативов операции, осуществляемые биржевыми спекулянтами, направлены против движения рынка в целом, что позволяет устранять перепады цен и способствует стабилизации рынка. Необходимо отметить, что коррекция дисбалансов мирового финансового рынка, вызванная кризисом и продолжающаяся в настоящее время, для реальной экономики в целом имеет незначительные последствия, что подтверждается анализом статистических данных таких экономических показателей, как динамика ВВП и уровень безработицы в США в периоды Великой депрессии и современного финансово-экономического кризиса.

Финансовая глобализация, дополненная значительным ростом операций с деривативами, стала причиной трансформации товарно-сырьевых рынков в сегменты мирового финансового рынка, в результате чего изменился механизм формирования цен на рынках и расширился состав участников. Анализ влияния деривативов на структуру формирования мировых цен на рынках нефти и золота выявил, что доминирующим фактором является не фундаментальная составляющая цены, определяемая, прежде всего, соотношением спроса и предложения, а спекулятивные операции с