Шевцова Светлана Геннадьевна. Теоретические и практические аспекты построения контрактов на российском срочном рынке : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2002 207 c. РГБ ОД, 61:03-8/2882-7

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ СРОЧНОГО РЫНКА И ПОСТРОЕНИЯ КОНТРАКТОВ 9

1. 1. Теоретические основы функционирования срочного рынка 9

1.2. Анализ методологии построения новых контрактов 32

ГЛАВА 2. ОСОБЕННОСТИ ПОСТРОЕНИЯ КОНТРАКТОВ, ОБРАЩАЮЩИХСЯ

НА РОССИЙСКОМ СРОЧНОМ РЫНКЕ 54

2.1. Классификация контрактов российского срочного рынка 54

2.2. Анализ способов построения контрактов российского срочного рынка 80

ГЛАВА 3. ЛИКВИДНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ СРОЧНОГО РЫНКА КАК МЕХАНИЗМ ФИНАНСИРОВАНИЯ МАЛОГО И СРЕДНЕГО БИЗНЕСА ...101

3.1. Формирование и использование ликвидных инструментов в целях финасирования малого и среднего бизнеса в современной российской экономике 101

3.2. Практические аспекты внедрения контрактов на российском срочном рынке 124

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 133

ПРИЛОЖЕНИЯ 143

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ 197

**Введение к работе**

Актуальность исследования. Просуществовав около пяти лет российский биржевой срочный рынок практически прекратил свое функционирование, оставив множество обанкротившихся фирм, дискредитировавших себя бирж, вынужденных выехать из страны топ — менеджеров, а главное, нерешенными задачи, разрешать которые он был должен. На сегодняшний день признанным является исключительно спекулятивный характер российского срочного рынка. Несколькими годами позже некоторые российские биржи возобновили торговлю срочными контрактами. Тем не менее, ряд инструментальных и инфраструктурных причин существенным образом препятствует развитию отечественного срочного рынка. Объем российского срочного рынка 2001 года соответствует 27 секундному обороту мирового срочного рынка финансовых контрактов, который, по оценкам Банка Международных расчетов, составил 594 триллиона долларов.

Актуальность исследования объясняется тремя основными причинами. Во-первых, данная проблема лежит в конкурентной области развития бирж, в силу чего в литературе данный вопрос освящен крайне скромно, тем не менее, успех функционирования биржевых и внебиржевых площадок и отечественного срочного рынка в целом, в весьма существенной мере зависит от правильного Построения контрактов. Во-вторых, анализ этой проблемы может сэкономить массу сил и времени биржам, специалисты которых продолжают запуск новых контрактов, заранее обреченных на провал. Ловкие функционеры бирж зачастую тратят существенные средства своих доверчивых акционеров на безграмотные разработки, что отнюдь не способствует развитию и повышению статуса срочного рынка. Так, например, не прекратились попытки запуска контрактов на нефть, на фондовый индекс российских акций, несколько лет назад была создана биржа «Российский газ».

Анализ прошлых удач и неудач различных площадок по введению новых контрактов, применение эмпирических положений об успешно функционирующих контрактах, их осмысление в связи с российской спецификой, позволило обозначить ряд популярных для российского срочного рынка активов как неприемлемых в качестве базисного актива для срочных контрактов (практикой это было продемонстрировано неоднократно).

В-третьих, существует практическая потребность использования результатов настоящего исследования для построения как биржевых, так и внебиржевых контрактов в целях повышения ликвидности, хеджирования, ценообразования и маркетинга в интересах участников рынков соответствующих активов.

Цель и задачи исследования. Основной целью исследования является выработка комплексных рекомендаций для построения и запуска срочных контрактов на российском срочном рынке на основе анализа мирового опыта и российской специфики.

В соответствии с данной целью в работе решаются следующие задачи:

изучение и анализ закономерностей развития контрактов, их использование применительно к российскому рынку;

выявление и анализ критериев построения срочных контрактов и их применение для российского срочного рынка;

анализ методов и особенностей их использования при запуске контрактов;

исследование инструментария срочного рынка и принципов торговли, выработка рекомендаций для их внедрения;

анализ причин стагнации российских площадок;

выработка критериев правил торговой площадки и практических рекомендаций для организации торговли применительно к российскому срочному рынку;

выработка ликвидных механизмов в целях финансирования малого и среднего бизнеса.

Предметом исследования являются основные принципы функционирования срочного рынка и особенности построения его инструментария.

Объектом исследования являются срочные контракты, обращающиеся на биржевом рынке.

Теоретическую и методологическую базу исследования составили труды ведущих специалистов в области срочного рынка. Автором широко используются при формировании теоретической концепции работы идеи и методы современных авторов Ричарда Тэвелса, Фрэнка Джонса, Д. Мерфи, Эдварда Свэна, Александра Элдера, Дж. Трэта, наших соотечественников А.С. Чеснокова, А.Н. Буренина, И.Г. Сергеевой и многих других.

Эмпирической базой исследования послужили биржевые отчеты российских и зарубежных бирж, статистика Центрального банка, Российской торговой системы и другая справочная литература.

В качестве методов исследования использовался практический метод наблюдения, сбора фактов, их осмысления, анализа и обобщения. Автор работы, начиная с 1994 года, работал на рынке срочных контрактов в качестве брокера, аналитика, менеджера, директора брокерской конторы и, в дальнейшем, директора клирингового центра. Участие в международных конференциях с 1995 года позволило обсуждать проблемы российского срочного рынка непосредственно с ведущими специалистами, признанными во всем мире и нередко являющимися авторами литературы из библиографического списка данной работы. Темой внедрения товарных контрактов автор занимался в течение ряда лет. Все это время велась активная дискуссионная переписка с ведущими специалистами в области нефтяных контрактов.

В 1998 году автор возглавлял Совет Расчетной Палаты СПбФБ. Работа в составе Биржевого Совета с 1996 года и Совета расчетной Палаты позволила принять участие в разработке ряда регламентирующих биржевую деятельность документов. Реальные сложности, возникающие в работе, заставляли искать пути решения этих проблем, изучать законы развития срочного рынка, вникать в специфику развития срочного рынка в России. Работа по подготовке бизнес-планов, технико-экономических обоснований, оказание агентских услуг представителям малого и среднего бизнеса, работа в качестве сотрудника банка, участие в работе по совершенствованию ипотечных программ, предварительные исследования для подготовки проекта по запуску срочных контрактов на нефть и нефтепродукты на российском срочном рынке, совместно с признанными специалистами мирового уровня - все это легло в основу разработок новых срочных контрактов.

Новизна научного исследования. Наличием научной новизны или отдельных ее элементов характеризуются следующие результаты исследования:

• выявлены закономерности в построении обращающихся срочных контрактов;

• вскрыты закономерности и причины стагнации обращавшихся срочных контрактов на российских площадках;

• внесены дополнения в эмпирические правила успешно функционирующих контрактов применительно к российскому рынку;

• обоснована методологическая целесообразность ввода срочных контрактов на процентные ставки и недвижимость;

• разработаны авторские спецификации контрактов на процентные ставки и недвижимость;

• предложена концепция, позволяющая использовать действенные механизмы срочного рынка в целях хеджирования, маркетинга, а также привлечения финансовых ресурсов в развитие российского малого и среднего бизнеса, выработаны практические рекомендации для реализации данной концепции.

Теоретическая и практическая значимость. В работе проанализированы особенности развития российского срочного рынка с момента возникновения до настоящего времени, вскрыты причины его стагнации. Эмпирические правила успешных контрактов дополнены применительно к российской модели. Практическая ценность состоит в использовании выводов и результатов исследования в работе на срочном рынке, в частности в запуске и развитии новых площадок, функционирующих в соответствии с разработанными в рамках настоящего исследования положениями, правилами и инструментарием. Работа готовилась в течение семи лет при непосредственной деятельности на срочном рынке. Результаты использовались для практических целей. Так, в частности, разработка форвардных контрактов на МКО на СПбФБ была реализована по инициативе одного из петербургских банков для хеджирования своих рисков на спот рынке МКО. Результаты также используются в целях обучения специалистов срочного рынка и непосредственно трейдеров.

Апробация работы. Основные выводы и результаты исследования, изложенные в диссертации неоднократно рассматривались в ходе проведения научно-практических конференций, научных учебных и семинаров. Основные положения и результаты отражены в 7 опубликованных работах автора общим объемом два печатных листа.

Структура исследования Диссертационное исследование изложено на 207 страницах и состоит из введения, трех глав и заключения, содержит список литературы и приложения, проиллюстрирована 10 таблицами, 14 графиками и 5 схемами.

## Теоретические основы функционирования срочного рынка

Многообразный инструментарий срочного рынка объединяет общее свойство, которое и является отличительным признаком любого срочного контракта: между моментом заключения сделки и окончательными расчетами или (и) поставкой существует временной интервал. Прототипы современных срочных контрактов возникли в средние века или даже ранее. Во времена расцвета Рима торговые центры древнего мира использовали такие характеристики современной торговли как фиксированные время и место и даже контракт на будущую поставку34. К 17 веку относятся первые записи об организованной фьючерсной торговле «рисовыми билетами» в Японии . Современные специалисты считают и автору исследования представляется логичным, что изначально срочные контракты возникали в силу необходимости назначать цены будущих урожаев. Первая срочная биржа была организована в 1848 году в Чикаго (Чикагская Торговая Палата) и торговала сельскохозяйственными продуктами. Срочный рынок, пройдя долгий путь эволюции, получил свое бурное развитие в последние десятилетия прошлого века.

По мере своего развития и функционирования срочный рынок нередко подвергался критике со стороны финансистов и экономистов. Причем это критика велась по двум основным направлениям. С одной стороны - это научные дискуссии о целесообразности и полезности существования срочного рынка, особенно активно ведущиеся в середине прошлого века, с другой - это жесткие административные меры вплоть до закрытия рынков. Что касается административных мер относительно срочного рынка, то в 1896 году в Германии законодательно была запрещена торговля зерном, четырьмя годами позже соответствующий закон был отменен. В США в 1867 году был принят акт, направленный против биржевых спекулянтов, предписывающий штраф в размере 1000 долларов США и лишением свободы на 1 год44. Хотя этот акт через год был отменен, за время его действия семь членов Чикагской Торговой Палаты было арестовано, а, кроме того, впоследствии еще более 100 актов, направленных на разрушение биржевой фьючерсной торговли, было принято Конгрессом США. Противники биржевой торговли срочными контрактами обвиняли спекулянтов в оперировании фиктивными товарами. На сегодняшний день, специалисты сходятся во мнениях, что наличие спекулянтов существенно повышает ликвидность рынка. Однако вопрос о том повышается волатильность актива в результате действий спекулянтов или же спекулянты, наоборот, сглаживают ценовые флуктуации, остается открытым44. Автор исследования полагает, что в соответствии с экономической теорией движение цены определяется изменениями спроса и предложения, а не спекулятивными играми. Существенное влияние спекулянтов на цену может быть только в очень краткие временные периоды, в противном случае им пришлось бы постоянно играть против рынка, что вело бы к существенным финансовым потерям, а не прибыли, являющейся целью их действий.

class2 **ОСОБЕННОСТИ ПОСТРОЕНИЯ КОНТРАКТОВ, ОБРАЩАЮЩИХСЯ**

**НА РОССИЙСКОМ СРОЧНОМ РЫНКЕ** class2

## Классификация контрактов российского срочного рынка

Для удобства дальнейшего анализа проведем классификацию когда-либо обращающихся на российских биржах контрактов. Сначала проведем разделение всех контрактов на

1) контракты, которые имели успешную историю развития и относительно длительный срок жизни (первая группа) и контракты, которые, будучи введенными,

2) контракты, которые не имели обращения на биржах (вторая группа).

А затем рассмотрим особенности контрактов внутри каждой группы по типам операций, для которых они использовались, времени существования, поведения соответствующего спот - рынка и проч.

Ко второй группе относятся практически все товарные контракты, запускаемые на российских биржах.

К первой группе следует отнести (в хронологическом порядке):

1) Контракт на индекс доллара58.

2) Контракты на индексы государственных ценных бумаг44 49 83, 88

3) Контракты на корпоративные ценные бумаги и их индексы16 Рассмотрим историю развития и причины стагнации каждого из контрактов вышеприведенного списка.

В 1994 году существовали свободные средства у населения, которые И хотя некоторые западные источники утверждают, что . цифры показывают, что интерес и доверие к рынку со стороны массового инвестора в нашей стране существенно снизился.

Рассмотрим историю развития и причины исчезновения каждого из контрактов вышеприведенного списка.

По прошествии нескольких лет с начала функционирования российского рынка ценных бумаг среди специалистов принято выделять несколько временных периодов в его развитии. При этом российские экономисты отмечают, что наш рынок существует и в своем развитии он не копирует ни одну из сложившихся на западе моделей фондовых рынко20 в противовес ряду зарубежных источников, утверждающих, что если российский фондовый рынок и называли таковым, то только «из уважения к иностранным инвесторам, которые в него вкладывались»10. К первому периоду по сложившейся практике относят временной интервал 1991 - 1994 годов. Этот период характеризуется осуществлением приватизации с выпуском акций приватизированных предприятий, а также государственных и муниципальных ценных бумаг, развитие финансовых инструментов для разрешения кризиса неплатежей. К этим инструментам относятся векселя, казначейские обязательства и налоговые освобождения. Основу законодательной базы этого периода составили постановление Совета министров РСФСР №601 от 25 декабря 1990 года «Об утверждении

## Формирование и использование ликвидных инструментов в целях финасирования малого и среднего бизнеса в современной российской экономике

В предыдущей главе, автором были выделены пять основных инфраструктурных причин провала срочных бирж в России и одна инструментальная.

Проанализировав причины, из-за которых российский срочный рынок находится в сегодняшнем состоянии, автором предлагается ряд мер, устраняющих каждую из вышеперечисленных причин для создания успешного срочного рынка на одной из Санкт-Петербургских площадок, существующих или вновь созданных.

Как уже указывалось в предыдущих главах список товаров, выступающих в качестве активов для срочных контрактов на развитом рынке, достаточно обширен. Однако, лишь небольшая часть из этих активов может быть рассмотрена в качестве приемлемой для российского срочного рынка. Кроме того, мы вынуждены отказаться от индексных контрактов в силу специфики их построения, подробно обсуждавшейся выше.

Итак, мы снова возвращаемся к поставочным контрактам, как к более простым в построении, но будем тщательно подбирать актив, так чтобы он удовлетворял требованиям:

7) волатильности;

8) волатильности спроса и предложения;

9) отсутствию монополий на рынке;

10) постоянного интереса массового потребителя;

11) большой емкости рынка;

12) простоты в осуществления поставки;

13) возможности стандартизации.

В финансовой сфере наиболее развитыми спот - рынками являются рынок акций, векселей, валюты и процентных ставок. Невозможность использования в качестве активов для срочных контрактов российских акций и валюты подробно обсуждалась в предыдущей главе. Векселя отпадают из-за невозможности стандартизации. Остановимся подробно на процентных ставках с точки зрения соответствия условиям успешных срочных контрактов. Приемлемая волатильность, несомненно, имеет место. Количественные параметры изменения процентных ставок приведены в Таблице 8 , а также на графике 11. Отметим, что кроме банковского рынка процентных ставок, данные по которому приведены в качестве подтверждения наличия приемлемого уровня волатильности, достаточно большой объем средств приходится на небанковский сектор рынка заемных средств. Сюда же относится и черный рынок кредитования. Количество средств, обращающихся на этом рынке в кризисный период107 составляло 46% от валового национального продукта, а «для обслуживания такого объема теневой экономики необходимы наличные деньги в значительно большем объеме». Не имея возможности привести более объективные данные о состоянии теневого рынка (в силу их отсутствия), заметим только, что этот рынок более гибко реагирует на изменения рыночной конъюнктуры что, в свою очередь, должно приводить к отсутствию резких скачков, подобных тем, которьїе можно наблюдать на графике 11. Кроме того, в случае банковского сектора, некоторые процессы диктуются не только рыночной ситуацией, но и регламентирующими банковскими документами, инструкциями и проч. В этом случае мы имеем их отражение в количественных показателях, однако они не несут в себе ценной для исследования информации, а только являются способом банков вписаться в своей деятельности в установленные рамки.

Волатильность спроса и предложения отражается на изменениях объемов предоставляемых кредитов. Рост объемов выдаваемых кредитов на 42 % за два года представлен на Графике 12 и в таблице 9.

Большое количество участников (промышленные предприятия всех профилей, банки, финансовые, страховые и инвестиционные компании, кредитные союзы, пенсионные и паевые фонды, частные лица и прочие участники) формирует этот постоянно функционирующий рынок, что естественным путем приводит к отсутствию монополий на рынке.