Марков Максим Александрович. Финансовый срочный рынок в России (Проблемы и перспективы развития) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 1999 170 c. РГБ ОД, 61:99-8/641-9

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Срочный рынок: экономическая сущность и роль в рыночной экономике 10

1.1. Общее экономическое равновесие и экономическая активность: поиск возможных компромиссов 10

1. 2. Экономические аспекты функционирования срочного рынка 26

1.3. Системообразующие элементы срочного рынка 38

Глава 2. Анализ функционирования срочного рынка в России 71

2.1. Эволюция срочного рынка в России в 1992-1998 гг 71

2.2. Регулирование срочных операций со стороны государства 93

2.3. Анализ международных срочных рынков 113

Глава 3. Рекомендации по восстановлению и развитию срочного рынка в России. 134

3.1. Создание условий, необходимых для развития срочного рынка в России 134

3.2. Совершенствование регулирования срочного рынка как фактор его успешного развития 144

Заключение 151

Библиографический список использованной литературы 158

Приложения 166

**Введение к работе**

Настоящее диссертационное исследование посвящено анализу развития операций на финансовом срочном рынке России. Актуальность темы диссертационного исследования определяется необходимостью теоретического обоснования важности и значимости срочного рынка в экономической системе, определения сущности и функций срочного рынка, оценки современного состояния российского срочного рынка, выявления основных причин, сдерживающих процесс его развития, поиска путей их преодоления, определения условий, необходимых для возрождения срочного рынка в России, и дальнейших направлений его развития.

Анализ рыночной экономики наиболее развитых стран показывает, что ее вертикальный срез представлен двумя сегментами: спотовым рынком и срочным рынком. В отличии от спотового, финансовый срочный рынок является достаточно молодым сегментом рыночной экономики. Однако, несмотря на это, его обороты в некоторых странах эквивалентны, а по некоторым видам базисных активов превышают обороты спотового рынка. Из этого видно, что срочный рынок оказывает огромное влияние на развитие экономической системы в целом.

Острота тематики определяется еще и тем, что в России наблюдается постоянный рост интереса к использованию производных инструментов срочного рынка со стороны различных организаций: банков, инвестиционных институтов, пред приятии, органов государственной власти. Это объясняется тем, что эти инструменты выполняют важную функцию по переносу экономических рисков. Кроме того, их использование позволяет увеличить доходность при осуществлении инвестиций, оптимизировать структуру инвестиционного портфеля, стабилизировать финансовое положение некоторых участников срочных сделок, сглаживать резкие и значительные колебания цен, определять тенденции будущего развития спотовых рынков.

Развитие срочного рынка в нашей стране началось в начале 90-х годов, но в силу ряда объективных причин он не успел занять соответствующего места на финансовом рынке России. В тоже время у российского срочного рынка выявился ряд недостатков, основными из которых являются зацикленность его участников на операциях с одним конкретным инструментом (Сначала это были валютные фьючерсы, затем фьючерсы на ГКО, затем фьючерсы на акции) и слабое законодательное регулирование срочных сделок.

В связи с этим, возникает острая необходимость в выявлении и преодолении причин, тормозящих дальнейшее развитие срочного рынка в нашей стране, в создании условий, которые бы способствовали данному процессу, в устранении недостатков российского срочного рынка и в определении наиболее важных направлений его развития.

Срочный рынок и осуществляемые на нем операции представляют собой интересное поле для научного исследования, которое имеет, в том числе, и огромное практическое значение, что и обусловило выбор темы диссертационного исследования.

Степень разработанности проблемы. В экономической литературе нашли достаточно полное отражение вопросы, касающиеся различных производных инструментов срочного рынка (форвардных и фьючерсных контрактов, опционов и свопов) и механизма их использования различными участниками для достижения своих целей. Практике применения инструментов срочного рынка и осуществления операций с ними на различных рынках, а также проблемам их использования в финансовом менеджменте посвящены работы А.Н.Буренина, А.М.Воловика, В.А.Галанова, О.Й.Дегтяревой, О.А.Кандинской, В.А.Сидоровича, А.С.Чеснокова. Однако имеющиеся монографии и учебно-практические пособия по данной теме имеют в основном теоретический уклон. Они не дают комплексной оценки процесса эволюции срочного рынка в России, не показывают факторы, влияющие на данный процесс, и не прослеживают связи срочного рынка с другими частями финансового рынка. Кроме того, в условиях постоянных изменений на финансовых и срочных рынках, ранее сделанные научно-практические выводы по данному вопросу не всегда могут объяснить и обосновать происходящие изменения и потому требуется их постоянная корректировка и развитие.

В связи с этим, цель работы заключается в определении сущности и функций срочного рынка, комплексном анализе состояния российского срочного рынка в настоящее время, определении путей его дальнейшего развития и совершенствования механизма осуществления на нем сделок.

Исходя из намеченной цели диссертационного исследования, нами поставлены следующие задачи: показать и теоретически обосновать важность и значимость срочного рынка как для экономики в целом, так и для отдельных ее участников; установить место срочного рынке в общей системе рынков и определить его сущность и функции; на основе анализа и сравнения срочных рынков в России и за рубежом выявить основные причины их возникновения, объективные предпосылки появления различных видов производных инструментов; изучить основные этапы развития российского срочного рынка и установить факторы, обуславливающие переход от одного этапа к другому; определить свойства, которыми должен обладать актив, чтобы его использовали в качестве базисного по срочным сделкам; проанализировать государственный подход к вопросу регулирования операций, осуществляемых на срочном рынке; » определить основные проблемы, стоящие на пути дальнейшего развития срочного рынка в России, и попытаться найти возможные способы их решения; оценить состояние основных секторов срочного рынка и показать наиболее перспективные пути их развития; разработать комплекс рекомендаций для государства и участников финансовых отношений по восстановлению и эффективному развитию срочного рынка в России с учетом ее интеграции в мировое экономическое сообщество и глобализации финансовых рынков.

Объектом исследования является срочный рынок как один из сегментов рыночной экономики и экономические отношения, возникающие при осуществлении операций на нем.

Предметом исследования выступают производные инструменты срочного рынка: форварды, фьючерсы, опционы, свопы и производные ценные бумаги.

Методологической основой исследования послужил системный подход. В процессе работы использовались такие общенаучные методы и приемы, как принцип логического и системного анализа и синтеза, группировка, выявление причинно-

6 следственных связей. При систематизации практических данных применялись экономико-статистические методы сравнения, обобщающих показателей, выборочные исследования.

Теоретическую базу диссертации составили труды ведущих российских и зарубежных экономистов по вопросам финансов, инструментов и участников срочного рынка, функционированию различных секторов срочного рынка, экономического роста и анализа состояния экономического равновесия. В работе использованы книги, а также многочисленные ігубликации в изданиях периодической печати, посвященные срочному рынку я осуществляемым на нем операциям, нормативные и законодательные акты, касающиеся осуществления, бухгалтерского учета и налогообложения срочных сделок. Кроме того, были широко использованы зарубежные источники.

Практический материал, использованный в настоящем диссертационном исследовании, был получен из различных статистических и информационно-аналитических изданий, а также из отчетов российских бирж, осуществлявших торговлю срочными контрактами.

Научная новизна работы состоит в рассмотрении срочного рынка как экономической категории, определении его сущности, функций, его влияния на общее экономическое равновесие, выявлении тенденций развития международных срочных рынков, оценке современного состояния российского срочного рынка и разработке рекомендаций по его дальнейшему развитию.

Конкретные научные результаты, полученные лично соискателем: предложено определение сущности и функций срочного рынка; определены особенности развития российского срочного рынка, выявлены его недостатки; сформулированы условия, необходимые для перехода от одного этапа развития срочного рынка к другому; конкретизированы качества, которыми должен обладать актив, чтобы его начали использовать в качестве базисного по срочным сделкам; определены основные проблемы, стоящие на пути развития срочного рынка в нашей стране, а также предложены возможные пути их преодоления; сформулированы условия, необходимые для возрождения и дальнейшего развития российского срочного рынка; определены и обоснованы наиболее важные направления развития срочного рынка в нашей стране; дан прогноз развития российского срочного рынка на ближайшую перспективу после его возрождения.

Теоретическая и практическая значимость работы. Основные теоретические положения и выводы, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы для дальнейшего изучения проблем, связанных с исследованием функционирования срочного рынка. Практическая значимость работы состоит в разработке; комплексных рекомендаций, направленных на восстановление российского срочного рынка; предложений по внесению изменений в гражданское и налоговое законодательство, связанных с особенностями срочного рынка; возможных способов использования срочного рынка государством для достижения стоящих перед ним целей.

Отдельные положения диссертационного исследования могут быть также использованы при подготовке и проведении курсов различных финансовых и экономических дисциплин.

Апробация работы. Результаты диссертационного исследования и сделанные на его основе рекомендации по восстановлению и развитию срочного рынка в России используются Московским региональным отделением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг России и Министерством по налогам и сборам РФ при выработке ими подходов к операциям на срочном рынке и при разработке соответствующих документов, а отдельные положения и материалы диссертации используются в учебном процессе Института финансов РЭА им.Г.В.Плеханова, что подтверждено справками о внедрении.

Положения и выводы работы нашли свое отражение в четырех публикациях автора, общим объемом 2,5 п.л.

Логика исследования, определяемая поставленными задачами, нашла отражение в структуре диссертации, состоящей из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Главы основной части имеют следующую структуру построения.

Первая глава, под названием "Срочный рынок: экономическая сущность и роль в рыночной экономике", посвящена анализу срочного рынка как целостной экономической категории, определению его сущности и функций и рассмотрению его влияния па различные экономические процессы. Глава разделена на три параграфа:

В первом показано, что использование срочного рынка позволяет эффективно сочетать две макроэкономические задачи, стоящие перед правительством любой страны: поддерживать общее экономическое равновесие и стимулировать экономическую активность. Рассматривается также влияние срочного рынка на процесс установления общего экономического равновесия.

Во втором параграфе продолжается рассмотрение экономических аспектов функционирования срочного рынка: показывается его место в общей системе рынков, определяются его сущность и функции, показываются возможности использования государством срочного рынка для повышения эффективности проводимой экономической политики и другие экономически значимые задачи, выполняемые срочным рынком.

Третий параграф посвящен рассмотрению различных элементов, из которых складывается срочный рынок: базисных активов, инструментов, участников и элементов инфраструктуры.

Вторая глава - "'Анализ функционирования срочного рынка в России''' -посвящена рассмотрению и анализу развития срочного рынка в нашей стране с двух точек зрения: экономические аспекты и основные этапы развития (первый параграф) и законодательное регулирование операций на срочном рьшке (второй параграф). В третьем параграфе второй главы проводится анализ международных срочных рынков по тем же направлениям.

В третьей главе - "Рекомендации по восстановлению и развитию срочного рынка в России" - на основании анализа и сравнений, проведенных во второй главе, указываются условия, которые необходимо создать, и проблемы, которые необходимо решить для того, чтобы срочный рынок в нашей стране продолжил свое развитие. Кроме того, указываются приоритетные направления развития российского срочного рынка и дается прогноз данного развития.

Такая структура, на наш взгляд, позволяет достичь важных научных и практических результатов.

## Общее экономическое равновесие и экономическая активность: поиск возможных компромиссов

Перед любой экономической системой одновременно стоят две взаимоисключающие экономические задачи: поддержание макроэкономического равновесия и стимулирование экономической активности. Особенно остро эти задачи встают в российской экономике на современном этапе ее развития. Каждая из них сама по себе является в высшей степени сложной и имеет множество различных подходов к ее решению и пониманию. Еще более сложным, из-за их противоположной направленности, является стремление к одновременному решению этих задач в рамках экономики одной страны. В связи с этим представляется целесообразным сначала рассмотреть в отдельности понятия "экономического равновесия" и "экономической активности", а затем попытаться найти способы их совмещения.

Поскольку экономическое равновесие - это, прежде всего, гармония в соотношении различных экономических величин и сил, или, иными словами, отсутствие диспропорций между ними, то это понятие не может быть сведено к точному, однозначному и всеобъемлющему определению.

Прежде чем переходить к рассмотрению понятия экономического равновесия и его составляющих, следует, на наш взгляд, остановиться на ряде присущих ему характеристик.

Во-первых, экономическое равновесие носит обобщающий характер, то есть равновесие экономической системы в целом предполагает гармоничные взаимоотношения различных секторов и сегментов экономики между собой (в частности, вертикальный срез современной рыночной экономики показывает, что она состоит из двух частей: спотового и срочного рынков);

Во-вторых, обобщающий характер экономического равновесия на макроуровне определяется также тем, что оно складывается из нескольких равновесий низшего порядка и является к вази качественным результатом их взаимодействия;

И, в-третьих, оно имеет относительный характер, так как должно соотноситься с предшествующей экономической ситуацией, международным положением и иными экономическими факторами.

При рассмотрении равновесий низшего порядка, экономическая наука пользуется анализом частичного равновесия - изучением равновесных цен и объемов производства на многих специфических рынках, которые являются составными частями рыночной системы"1. Анализ частичного равновесия осуществляется путем сведения вместе таких экономических категорий как спрос и предложение и выявления, как при взаимодействии решений потребителей о покупке продукта (спрос) и решений производителей о его продаже (предложение) определяется цена продукта и его количество, которое реально продается и покупается на рынке. Наиболее простым способом этого определения является графический. С этой целью строится трафик, на котором показываются спрос на продукт и его предложение при различных рыночных ценах.

## Эволюция срочного рынка в России в 1992-1998 гг

Развитие срочного рынка в России началось в начале 90-ых годов практически одновременно с развитием иных секторов финансового рынка. Другой отличительной особенностью российского рынка деривативов явилось то, что он начал развиваться параллельно как на биржевой, так и внебиржевой.

Начало развитию положили срочные контракты, базисным активом по которым выступала иностранная валюта, как правило, доллар США. Это объяснялось тем, что в связи с отказом от системы фиксированных валютных курсов и либерализацией валютно-финансовых отношений, процесс установления курсов валют стал носить рыночный характер, в связи с чем они стали подвержены значительным изменениям и колебаниям, которые носили непредсказуемый характер.

На внебиржевом рынке валютные срочные контракты появились в форме форвардных контрактов, которые носили, как правило, расчетный характер. Это означало, что в соответствии с условиями контракта не происходило реальной купли-продажи базисной валюты, а происходила лишь индексация курса базисной валюты на день исполнения контракта по следующему правилу: если курс базисной валюты на торгах на ММВБ в день исполнения форвардного контракта превышал цену этой валюты, установленную в соответствии с условиями контракта, то разницу между этими курсами, умноженную на сумма контракта, платил продавец по договору расчетного форварда и наоборот.

Появление срочных контрактов именно в такой форме не было случайностью и имело четкое экономическое объяснение. Во-первых, первые российские деривативы являлись производными от иностранной валюты потому, что среди прочих финансовых активов только валюта обладала в тот момент теми качествами, которые необходимы, чтобы стать базисным активом:

валютный рынок являлся высоколиквидным и имел большие обороты торговли;

цена валюты (валютный курс) обладала высокой степенью волатильности и непредсказуемости;

биржевые торги на ММВБ выполняли роль достоверного и пользующегося всеобщим доверием источника информации о текущем курсе иностранной валюты. Во-вторых, расчетная форма валютных форвардов была связана с тем, что операции на срочном рынке носили в то время преимущественно спекулятивный характер.

Следует сказать, что участники внебиржевого срочного рынка заключали между собой и форвардные контракты поставочного типа, но они были скорее исключением из общего правила. По нашему мнению, это было обусловлено следующими причинами:

1. Для осуществления операций купли-продажи, в том числе и по срочным сделкам, иностранной валюты участники рынка должны иметь лицензию Центрального Банка Российской Федерации на осуществление операций с иностранной валютой (для банков), либо иметь валютные счета, открытые в банках, имеющих такую лицензию, и соблюдать при этом действующее валютное законодательство;

2. Не был отлажен механизм поставки иностранной валюты по форвардным контрактам и механизм обеспечения исполнения подобной сделки противоположной стороной;

3. Зачастую участники срочного рынка не были еще морально и профессионально готовы к заключению таких сделок.

Валютные форварды активно использовались участниками финансового рынка в спекулятивных целях. Введение в августе 1995 года так называемого "валютного коридора" нанесло серьезный удар по волатильности валютного курса, так как были установлены верхняя и нижняя границы его колебания. В связи с этим, сократилась возможность получения спекулятивной прибыли от валютных форвардных операций и многие участники утратили интерес к операциям на срочном рынке. Валютные форвардные контракты были окончательно вытеснены с внебиржевого срочного рынка в 1996 году новым производным финансовым инструментом - форвардом на ГКО.

## Создание условий, необходимых для развития срочного рынка в России

Анализ зарубежных срочных рынков, предпринятый нами во второй главе, позволяет сделать ряд важных выводов, которые необходимо будет учесть при дальнейшем развитии данного сегмента экономики в нашей стране:

1. Необходимо усилить систему регулирования и контроля за заключением срочных сделок, а также проведения расчетов по ним.

2. Предпринимать усилия по совершенствованию и развитию технологий.

3. Необходимо ігаличие требований, обеспечивающих стабильное финансовое положение участников срочного рынка (с учетом их деятельности на нем) и срочных бирж.

4. Огромное значение в регулировании и функционировании срочных рынков играют саморегулирующиеся организации их участников.

5. С учетом глобализации международных рынков представляется целесообразным учитывать передовой опыт ведущих стран и согласовывать свои усилия с зарубежными организациями.

Одним из условий, необходимых для возрождения и дальнейшего эффективного развития срочного рынка в нашей стране, является, на наш взгляд, расширение перечня обращающихся на нем производных инструментов и увеличение числа активов, используемых в срочных сделках в качестве базисных. Это позволит расширить возможности, предоставляемые срочным рынком различным хозяйствующим субъектам, а значит будет способствовать привлечению новых участников и активизации деятельности тех, кто уже является участником срочного рынка.

Анализ международных срочных рынков показал, что по данному вопросу там в настоящее время существует тенденция отказа от "экзотических" деривативов и перехода к использованию простых, стандартных и хорошо понимаемых производных инструментов. Вместе с тем, было также показано, что российский и зарубежные срочные рынки имели множество сходных черт при своем возникновении и развитии. Кроме того, как научно известно, различные страны и экономические системы должны пройти одинаковый путь в своем развитии. Поэтому, в России, по нашему мнению, следует также попробовать самые разнообразные, в том числе и "экзотические" инструменты срочного рынка. Может быть некоторые из тех инструментов, которые не прижились на зарубежных рынках деривативов, найдут свое применение и будут использоваться в России с учетом специфики ее экономических условий.

С точки зрения увеличения видов используемых в нашей стране деривативов, прежде всего, на наш взгляд, следует остановиться на проблеме более широкого использования на российском срочном рынке опционов. В самом деле, как было показано во второй главе, опционы, как инструменты срочного рынка, использовались крайне мало: торговля ими осуществлялась лишь на двух биржах МЦФБ и СПбФБ. а также сделки с опционами изредка заключались между отдельными участниками внебиржевого рынка. Причинами этого являлись сложность работы с этим инструментом и нежелание участников рынка переключаться на него с более простых и знакомых им инструментов - форвардов и фьючерсов. Однако для того, чтобы российский срочный рынок приближался к хорошо организованным и развитым зарубежным рынкам деривативов, существование опционов и активные операции с ними является необходимым.

Помимо прочего, опционы имеют ряд преимуществ по сравнению с уже использовавшимися в нашей стране инструментами - фьючерсами и форвардами. Фьючерсные и форвардные контракты защищают заключившие их стороны только от одностороннего изменения цены базисного актива: покупка защищает только от ее повышения, а продажа - только от ее понижения. Опционы же не имеют этого недостатка, так как позволяют страховаться от изменения цен как в ту, так и в другую сторону. Это и обуславливает их широкую популярность в мире. Таким образом, опционы существенно дополняют возможности хеджеров и спекулянтов, позволяя им строить более разнообразные и более гибкие стратегии по управлению рисками и по получению доходов. Расширение использования опционов в России положительно, на наш взгляд, скажется и на привлекательности российского рынка деривативов для нерезидентов, которые привыкли работать с данным видом производных инструментов.

Необходимо, чтобы расширение использования опционов происходило как на биржевом, так и на внебиржевом рынках. В связи с этим, важно начать выпускать и осуществлять операции с опционными свидетельствами, которые, как было показано по второй главе, пока еще не нашли своего применения в России.