Соломин Олег Николаевич. Перспективы развития биржевых срочных финансовых инструментов в России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 1999 166 c. РГБ ОД, 61:01-8/107-9

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. СОВРЕМЕННАЯ МОДЕЛЬ СРОЧНОГО РЬШКА В ЗАПАДНОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НАУКЕ. 15

1.1. Международная финансовая система в 70-е и 80-е годы. новые условия международных финансовых рынков. 15

1.2. Возникновение и развитие международного рынка производных финансовых

инструментов. 17

1.3. Классификация биржевых производных финансовых инструментов. 23

1.4. Экономические функции срочных финансовых рынков. 24

1.5. Роль спекулянтов и хеджеров. 38

1.6. Современное состояние международных срочных финансовых рынков. 40

Выводы. 50

ГЛАВА 2. СРОЧНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК РОССИИ. 53

2.1. Причины возникновения срочного финансового рынка России и их анализ. 55

2.2. Реализация экономических функций срочных биржевых рынков в России. 63

2.3. Инструменты срочного финансового рынка. 70

2.4. Участники срочного финансового рынка. 86

Выводы. 91

ГЛАВА 3. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ БИРЖЕВОГО СРОЧНОГО РЫНКА РОССИИ. 93

3.1. Экономические условия. 94

3.2. Правовые условия. 99

3.3. Курсовой риск. 101

3.4. Кредитный риск. биржевые кризисы. 106

3.5. Проблема осведомленности. 112

3.6. Посткризисное состояние. 117

ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ. 120

ЗАКЛЮЧЕНИЕ. 127

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. МОДЕЛЬ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ ТЕЛСЕРА. 132

**Введение к работе**

Российский финансовый рынок стремительно прошел этапы становления и бурного роста, глубоких падений и депрессий, став в один ряд с другими развивающимися рынками. Образовавшийся в начале 90-х годов каркас финансового рынка за короткое время приобрел цивилизованные черты. От "однополюсного" состояния, включавшего в себя только валютный рынок, российский финансовый рынок относительно быстро перешел в новое состояние, где получили свое развитие все сегменты финансового рынка: денежный рынок (рынок межбанковских депозитов), рынок долговых обязательств (государственные краткосрочные облигации, облигации федерального займа с постоянным или переменным купоном, региональные облигации, векселя, казначейские обязательства, облигации Банка России, еврооблигации, облигации внутреннего валютного займа), рынок акций.

Уникальность развития российского финансового рынка состоит, прежде всего, в том, что оно началось практически с "нулевого" цикла. Общественно-политические изменения в обществе и стране стали основой рыночных реформ, пробудивших огромный научный и практический потенциал развития финансовых рынков. Но этот процесс не мог быть односторонним, развитие финансового рынка происходило хоть и в рамках общеэкономических концепций (по учебнику), но все же приобрело свои индивидуальные черты, что делает высокоактуальным разработки в сфере последних финансовых инноваций.

Существует несколько причин, по которым необходимо изучать финансовые опционы и фьючерсы:

• Для понимания характеристик новых инвестиционных инструментов, возникших за последнее время;

• Для понимания как фьючерсы и опционы, используемые компаниями, увеличивают прибыль или уменьшают риск;

• Для понимания как торговля фьючерсами и опционами влияет на спот-рынок;

• Для того, чтобы избежать торговли фьючерсами и опционами без понимания рисков, которые создают эти инструменты.

Особую актуальность это исследование имеет потому, что настоящее состояние финансового рынка позволяет по-новому взглянуть на проблемы и перспективы срочного биржевого финансового рынка в России. Реалии сегодняшнего финансового рынка таковы, что биржевой срочный рынок уже не экспериментально-лабораторная модель, подогреваемая спекулятивными интересами. Можно с достаточной степенью уверенности констатировать, что срочный финансовый рынок прошел первоначальный этап развития, "переболел" болезнями роста. А это были: биржевой бум и последовавшие за этим биржевые кризисы, эксперименты с вводом различного вида контрактов на разнообразные финансовые инструменты, конкуренция биржевых площадок, и наконец, финансовые кризисы. Сейчас исследователь биржевых срочных финансовых рынков сможет сразу отметить целый ряд факторов, говорящих в пользу того, что рынок, после многолетнего развития обрел форму и наполнился содержанием:

• сформировался круг организаторов торгов,

• сформировался круг участников торгов,

• сформировался набор финансовых инструментов,

• произошли позитивные изменения в области законодательства и нормотворчества,

• повысился общий уровень экономического образования.

Именно этими, объективно позитивными процессами в сфере финансовых производных инструментов обусловлена особая практическая потребность

диссертационной работы. Из области фундаментальной науки изучение срочных финансовых рынков перешло в практическую плоскость.

Практическая потребность настоящего исследования, базирующегося на глубоком научном осмыслении происходящих экономических процессов, определили цель, задачи, предмет и объект диссертационной работы.

Цель диссертационной работы заключается в осознании экономической полезности биржевых срочных рынков с учетов рисков, которые генерируются при совершении срочных финансовых операций. Такое понимание цели диссертационной работы вытекает из следующих гипотез:

• Развитие финансового рынка за последнее время проходит в новых экономических условиях, которые вывели его (финансовый рынок) на совершенно другой уровень.

• Новый уровень финансового рынка требует применения новых инвестиционных стратегий.

• Новый уровень развития финансового рынка требует новых знаний о последних финансовых новшествах - биржевых срочных рынках, и его инструментах.

Раскрытие цели исследования автор проводит на основе оценки развития биржевого срочного финансового рынка России на современном этапе.

Для наиболее полного охвата проблемы и достижения поставленной цели в работе поставлены следующие задачи:

• Исследовать возникновение и развитие рынка производных инструментов в мировой финансовой системе. Охарактеризовать условия

и причины зарождения рынков финансовых инноваций. Дать основные характеристики финансовых производных инструментов и субъектов этого рынка.

• На основе анализа развития мирового срочного финансового рынка выявить основные закономерности и вывести его основные функции.

• Исследовать и проанализировать возникновение и развитие срочного финансового рынка России. Выделить основные периоды развития срочного биржевого рынка в России. На примере бирж Москвы и Петербурга исследовать субъекты и предметы срочных финансовых сделок.

• На основе проведенного исследования провести сравнительный анализ мирового и российского срочных рынков. Выявить и охарактеризовать особенности развития и функционирования национального срочного рынка.

• Показать экономические выгоды от функционирования срочных биржевых рынков. Также показать, что эти рынки генерируют и новые виды рисков, или трансформируют уже известные.

• Спрогнозировать дальнейшее развитие и возможное видоизменение как финансовых инструментов, так и субъектов срочного рынка на основе проведенного научного исследования и исходя из хозяйственно-экономического развития страны.

Предметом настоящего исследования является биржевой срочный финансовый рынок - рынок биржевых фьючерсов и опционов на финансовые активы: валюту, процентные ценные бумаги, акции, инструменты денежного рынка.

Объектом исследования послужили срочные торговые площадки Москвы, Санкт-Петербурга, Лондона, Чикаго, Филадельфии, а также деятельность отдельных банков и инвестиционных компаний Москвы и Санкт-Петербурга.

Использование прогрессивных методов и приемов на основе фундаментальных исследований предопределили научную новизну диссертационной работы, которая заключается в новом осмыслении экономических процессов, происходящих на современном этапе развития финансовой системы России. В ходе проведенного исследования достигнуты следующие результаты:

• выявлены периоды развития срочного биржевого рынка России;

• дан прогноз развития срочных финансовых рынков, биржевых площадок, биржевых инструментов, систем гарантий;

• выявлена экономическая полезность рынков в российских условиях;

• дана основа для принятия стратегических решений хозяйствующими субъектами о способах, мере и необходимости включения в срочные финансовые рынки.

Методологической основой этой диссертационной работы стал мировой опыт и классические модели функционирования срочного биржевого финансового рынка. Под классическими моделями будут пониматься модели, рассмотренные в экономических научных трудах Дж. М. Кейнса (J.M. Keynes), Дж. Хикса (J. Hicks), Н. Калдора (Kaldor N.). Среди современников следует особо обратить внимание на труды Б. Брауна (Brendan Brown), Д. Дубофского (David А. Dubofsky), которые посвятили свои произведения1 теоретическим аспектам функционирования срочного сегмента финансового рынка. Большую практическую значимость имеют труды Ф. Эдвардса (Franklin R. Edwards), С. Ma (Cindy W. Ma), К. Лагерстэм (Lagerstam Catharina). Они позволяют не только

понять методы и способы оперирования этими сложными финансовыми инструментами, но и позволяют на основе экономико-математических моделей строить собственные стратегии в современных условиях российского финансового рынка. Среди отечественных исследователей хотелось особо выделить Буренина А.Н, которому удалось в своей работе "Рынки производных финансовых инструментов" осветить как практические вопросы функционирования производных финансовых инструментов, так и их теоретическую основу.

Работа над теоретическим материалом подкреплена обширной информационно-статистической базой, которая основана на материалах агентства "РосБизнесКонсалтинг", REUTERS, материалах Международного Валютного Фонда, отчетах Банка Международных Расчетов, законодательных актах, публикациях в периодической экономической литературе.

В ходе написания представленной диссертационной работы были использованы общенаучные методы исследования, такие как, логический и сравнительный анализ, синтез, дедукция и индукция, системный подход. Нашли свое применение вероятностные и математико-статистические методы и модели. Само исследование базируется на достигнутом уровне экономической науки, нашедшего свое отражение в трудах российских и зарубежных ученых-экономистов.

Представляемая работа написана как на основе богатого теоретического материала, так и на основе большой практической работы. Автор принимал участие в работе на Санкт-Петербургской Фьючерсной Бирже (1993 - тогда еще биржа структуры "Гермес"), на Товарно-Фондовой Бирже "Санкт-Петербург" (1995). Автор непосредственно выступал трейдером на этих площадках в первом случае от лица инвестиционной компании, а во втором случае от лица крупнейшего в Северо-западном регионе коммерческого банка. В ходе

написания работы автор принимал участие в работе двух практических семинаров по проблематике работы. Семинар "Инновации на мировом финансовом рынке" проходил в Лондоне (Великобритания) и позволил познакомиться с практической организацией торговли на LIFFE (Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов). Кроме того, были изучены материалы и вопросы функционирования опционной площадки FOX (Биржа Финансовых Опционов) и срочной секции на товарной бирже 1РЕ4(Международная биржа нефтепродуктов).

Результатом участия во втором семинаре "Финансовые рынки", проходившем в Нью-Йорке, Вашингтоне, Филадельфии, Балтиморе (США) стало знакомство с работой срочной секции финансовых фьючерсов на Р8Е5(Филадельфийская Фондовая Биржа), одной из площадок "второго" эшелона в масштабе мирового финансового рынка. Уникальность этой площадки в том, что с ней можно фактически проводить параллели с нашими отечественными торговыми системами.

Практическая и научная значимость предлагаемой работы в том, что она может применяться как в учебном процессе, так и непосредственно финансовой деятельности банков и инвестиционных институтов.

Методологические разработки этого исследования прошли апробацию при организации работы ОАО "Промышленно-строительный банк" (г. Санкт-Петербург) на срочной секции ТФБ "Санкт-Петербург" в 1994-1995 году. Учитывая острую актуальность работы, методология и отдельные подходы к работе с финансовыми срочными инструментами применяются в настоящее время в работе Службы Дилинга, Казначейства и Отдела исследования рынков

ОАО "Промышленно-строительный банк" (г. Санкт-Петербург) при работе на срочной секции Московской Межбанковской Валютной Биржи и Санкт-Петербургской Валютной бирже, а также при выработке инвестиционных стратегий по управлению активами банка. Также обширные статистические данные, представленные в диссертации, используются в учебном процессе Университета Экономики и Финансов.

По тематике работы автор имеет публикации в рамках ежегодных конференций научно-преподавательского состава Санкт-Петербургского Университета Экономики и Финансов. На тему "Мировые рынки срочной биржевой торговли" (1995 год) и "Перспективы срочного рынка России" (1997 год). Кроме того, автор принимал участие в работе Международной научной конференции "Смысл Культуры" на базе Санкт-Петербургского Государственного Технического Университета (11-13 июня 1996 года) по проблематике "К вопросу о понятии финансовой культуры", затрагивающей новый пласт культурной жизни при развитии финансовой системы в экономике страны. На тему состояния финансовых рынков и их инструментах автор имеет публикации в ведомственном издании ОАО "Промышленно-строительный банк" (Санкт- Петербург) - "ПСБ-инфо", постоянные публикации в ежедневном аналитическом бюллетене "Инвестор ПСБ" ОАО "Промышленно-строительный банк" (Санкт-Петербург), публикации под регулярной еженедельной экономической рубрикой "Деньги и власть за неделю" в газете "Невское время" и газете "Эхо Санкт-Петербурга".

Структура диссертационной работы сформирована и построена с учетом соблюдения норм логической последовательности и аппарата причинно-следственных взаимосвязей. Данная структура позволяет наиболее полно и качественно охватить все задачи, и наиболее верно раскрыть цель исследования.

Диссертационная работа состоит из трех глав, заключения, приложений и списка литературы.

Первая глава раскрывает вопросы возникновения и развития рынка производных инструментов в мировой финансовой системе, дает ответ на вопросы об основных закономерностях и функциях срочного финансового рынка. Во-первых, показаны условия, в которых зарождался рынок срочных финансовых инструментов, состояние мировых финансовых рынков после падения Бреттон-Вудской системы в 1973 году. Рынки 70-80 годов стали нестабильны, прибыли от традиционных операций снижались, повысилась конкуренция. Во-вторых, дан исторический обзор зарождения финансовых производных инструментов. Этот обзор построен на фактах о развитии форвардного финансового рынка на рубеже веков и на фактах о развитии фьючерсных бирж и секций бирж в 70-80 годы. В-третьих, произведена подробная классификация биржевых срочных инструментов по типу сделки, по характеру исполнения сделки, и по активу, лежащему в основе срочного контракта.

В-четвертых, на основе теоретических исследований экономистов и на основе собственных наблюдений, выявлены и обобщены экономические функции срочных бирж, к которым относятся:

• перераспределение курсовых рисков,

• снижение рисков несостоятельности контрагентов,

• ценообразование,

• рынок приложения свободных капиталов - финансовый рынок,

• возможность создания синтетических позиций,

• интеграция мировой финансовой системы.

Кроме того на основе трудов классиков отведены роли, присущие хеджерам и спекулянтам в среде срочных финансовых рынков. И наконец, в-шестых, показано современное состояние мировых финансовых срочных рынков и его основных центров.

Исследования этой главы основаны как на научных трудах, так и на широком применении собранного статистического материала.

Вторая глава посвящена вопросам, связанным с возникновением и развитием финансового срочного биржевого рынка в России. В ходе исследования, во-первых, рассмотрены причины возникновения срочного финансового рынка в России, как объективные, так и субъективные. К объективным отнесены:

• нестабильная экономико-политическая ситуация,

• наличие развитой инфраструктуры организованной биржевой торговли,

• наличие базовых финансовых инструментов. К субъективным предложено относить:

• мотивация спекулянтов,

• мотивация бирж.

Во-вторых, эта глава, включает в себя блок сравнительного анализа мирового и российского срочного рынка, основанного на уже выявленных основных закономерностях в первой главе. Сравнительному анализу подвергается как процесс возникновения срочного рынка (причины и условия), так и процесс функционирования срочного финансового рынка.

Далее дан обзор основных инструментов российского финансового срочного рынка и основные центры их торговли на основе развернутого статистического анализа. К ним относятся биржи Москвы и Санкт-Петербурга, проводящие торги

с финансовыми производными инструментами. Выделены сегменты производных финансовых инструментов, получивших развитие за последнее время: валютные фьючерсы и опционы, фьючерсы и опционы на акции, фьючерсы на государственные облигации. В третьих, дана классификация участников срочного рынка по функциональному и целевому признаку. Классификация выделяет как организаторов срочной биржевой торговли, так и ее непосредственных участников.

Третья глава, посвященная перспективам развития срочного финансового рынка в России, содержит, во-первых, анализ проблем, связанных с общей экономической ситуацией. Во-вторых, в этой главе рассматриваются проблемы, связанные с правовым обеспечением срочных биржевых сделок, в-третьих, рассматривается рыночный риск - курсовой риск - и методы его оценки. В-четвертых, глава показывает от чего зависит кредитный риск при проведении срочных операций, и описывает кризисные ситуации, сложившиеся на биржевом срочном рынке. В-пятых, освещена проблема осведомленности участников рынка (это и инфраструктура, и уровень экономической подготовки). В-шестых, делается прогноз посткризисного развития срочного рынка, выявляются основные направления развития. На основе чего сделаны выводы об устанавливающихся тенденциях среди участников срочной биржевой торговли на национальном рынке, как среди организаторов торгов, так и среди ее непосредственных участников. Даны предположения о структуризации и концентрации фьючерсной торговли; сделано предположение о начале новой эры срочного рынка с приходом крупных инвестиционных институтов, способных пошатнуть сложившееся структурное соотношение между спекулянтами и хеджерами, и вывести рынок на качественно новый уровень, поставив его на одну ступень по значимости вместе со спот рынками.

Заключение ставит перед собой задачу систематизации выводов и предположений, возникших в ходе решения поставленных в работе задач и позволяющих достичь цели диссертационной работы.

## Международная финансовая система в 70-е и 80-е годы. новые условия международных финансовых рынков

После падения Бреттон-Вудской системы на мировом валютном рынке возникли новые риски, риски изменения курса той или иной валюты по отношению к другой. В последние годы существования Бреттон-Вудса валютные дилеры привыкли занимать спекулятивные позиции против центральных банков, когда центральные банки проводили интервенции на валютном рынке для поддержания равновесия на каком-то уровне, который не рассматривался участниками валютного рынка как рыночный.

Если центральные банки прекращали поддерживать валютный курс и позволяли курсу валюты стоять на том или ином уровне, то спекулянты получали прибыль. Если же центральные банки продолжали поддерживать валютный курс то дилеры хоть и не получали прибыль, но в то же время не подвергались риску получить убытки.

После марта 1973 года, когда центральные банки Европы и Японии перестали придерживаться определенного паритета по отношению к доллару США, стало гораздо рискованнее занимать спекулятивную позицию. Дилеры, которые занимали такую позицию, занимали ее против других дилеров, и в этом случае кто-то был прав, а кто-то нет. Так в результате потерь на спекуляциях по валютным операциям два крупнейших банка обанкротились: Банкхаус И.Д. Герштат (Bankhaus I.D. Herstatt) из Колона (Cologne) и Франклин Нэшнл (Franklin National) из Нью-Йорка6.

Но центральные банки не перестали проводить интервенции, они продолжали в той или иной мере проводить политику "грязного" плавания валют, и кроме того центральные банки управляли валютными курсами через различные мероприятия, контролирующие капиталы (например, уровень процентных ставок). В связи с этим рискованность операций на валютном рынке значительно повысилась по сравнению с эрой Бреттон-Вудса.

В давние времена банковская деятельность была очень проста, и подчинялась следующему правилу 3-5-3, то есть: занимаю под 3 процента, даю ссуду под 5 процентов и еду домой в 3 часа дня. Сейчас это правило уже давно не действует. Принципиальное развитие международного финансового рынка произошло в 80-е годы, когда появились и стали играть значительную роль биржевые и внебиржевые производные инструменты: фьючерсы, опционы, процентные и валютные свопы, соглашения о форвардных ставках (FRAs).

Возросший акцент центральных банков на том, чтобы банки придерживались норматива достаточности капитала и требования о резервировании под убытки по ссудам, требовал от банков по всему миру минимизировать использование капитала в своих операциях. Банки стали обращаться к внебалансовым инструментам - производным инструментам - чтобы управлять лагами, возникающими в балансах.

## Причины возникновения срочного финансового рынка России и их анализ

Среди объективных причин, способствовавших появлению рынка, можно выделить экономическую нестабильность, выражавшуюся в высокой инфляции, скачкообразной динамике валютного курса, долларизации экономики. Эти неблагоприятные явления в экономике страны послужили мощным стимулом для развития валютных рынков - в частности спекулятивных операций с долларом США. Именно спекулятивные операции с долларом стали отправной точкой в развитии финансового рынка страны, а точнее ее части под названием "валютный рынок". Одновременно с развитием валютного рынка многие экономисты и хозяйствующие субъекты стали высказываться в пользу создания рынка, способного элиминировать огромные курсовые риски, возникавшие в ходе осуществления валютных операций.

Обратимся к трудам Дж. М. Кейнса. Он описывал подобную ситуацию следующим образом: "...валюты, колебания которых наиболее беспорядочны в тот момент, когда торговец больше всего нуждается в средствах, чтобы избежать риска, это как раз те валюты, в которых менее всего развиты возможности заключения сделок на срок по умеренным ставкам"49. Далее он давал рекомендации центральным банкам тех стран, которые имели нестабильную валюту, самостоятельно организовывать рынок срочных сделок. То есть переносить риски и колебания с валютного рынка на рынок валютных фьючерсов.

Практика деятельности центральных банков в разных странах мира показывает, что фактически никто из них не работает на срочном рынке. Есть лишь исключения, которые присущи малым странам, где очень велика доля внешней торговли и где банковские системы достаточно изолированы от мировых банковских систем. Самым ярким примером такой политики был Центральный Банк Финляндии, выполнявший до начала 90-х годов такие функции, о которых высказывался Кейнс. Банк работал на рынке как крупнейший оператор и держал на себе весь срочный рынок страны.

К сожалению, Центральный Банк России стремительно покинул форвардный рынок и воздержался вмешиваться в работу срочных финансовых рынков. Единственные точки соприкосновения ЦБ России в области финансовых срочных операций стали нормотворческая и методологическая работа, которую он также забросил, ограничившись краткими инструкциями. Это фактически спровоцировало начало системного кризиса на форвардном рынке и снижением притока нерезидентов, не желающих страховать свои риски через нашу банковскую систему. Как показало время, эти опасения были не лишены смысла. В условиях развивающейся экономики срочному рынку нужна мощная поддержка государства. Только государство способно стабилизировать ситуацию на уровне экономики страны.

## Экономические условия

Современное состояние биржевого срочного рынка - это уже не кризис отдельно взятых биржевых площадок, это полномасштабный кризис всей финансовой системы, когда торговля срочными инструментами либо приостановлена, либо невозможна. Несмотря на то, что срочные площадки формально функционируют и даже внедряют новые контракты, их деятельность нельзя рассматривать как полноценное функционирование. В настоящее время, когда пишется эта работа, наблюдается значительная политическая и экономическая нестабильность, можно даже сказать так, экономическая и политическая неопределенность. В этих условиях ответ на главный вопрос проводимого исследования -перспективы срочного биржевого рынка - имеет бесконечное множество решений, зависящих от экономических условий которые будут господствовать в так называемый пост кризисный период. Предположим все-таки, что рыночные условия сохранятся, если не во всех сферах финансовой деятельности, а хотя бы частично.

Вопрос развития биржевых производных инструментов, биржевых срочных рынков необходимо рассматривать в двух плоскостях. Во-первых, с точки зрения макроэкономических условий, не зависящих от действий участников рынка. К ним можно отнести как собственно экономические условия, так и правовые условия, с учетом которых будет развиваться срочный рынок. То есть это та сфера, в отрыве от которой рассмотрение развития срочного биржевого рынка практически невозможно, именно на этой базе можно подойти уже к перспективам развития биржевых срочных финансовых инструментов.

Во-вторых, другая плоскость — осознание и решение проблем, связанных с рисками: курсовой риск, кредитный риск. Проблема осведомленности участников биржевого срочного рынка, связанная не только с развитием информационной инфраструктуры, но и с повышением общего уровня экономических знаний. Еще одна проблема которую необходимо отнести ко второй группе — это проблема посткризисной реабилитации биржевого срочного рынка. Хоть эта проблема тесно связана с общими экономическими условиями, но ее решение лежит в основном в плоскости участников рынка (как организаторов, так и непосредственных участников торговли).