Петров Николай Евгеньевич. Фьючерсные контракты на валюту как инструмент управления рисками компаний : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2003 172 с. РГБ ОД, 61:03-8/3233-6

**Содержание к диссертации**

Введение

I Хеджирование валютного риска на рынке производных инструментов в условиях глобализации мировой экономики 9

1.1 Различные виды валютного риска и преобладающие тенденции в области валютного страхования 12

1.2 Современное состояние и основные тенденции развития рынка производных инструментов на валюту 33

II Факторы, обусловливающие использование валютных фьючерсов для хеджирования валютных рисков 48

2.1 Показатели, отражающие факторы использования валютных фьючерсов .. 50

2.2 Оценка влияния предполагаемых факторов на решение о проведении валютного хеджирования 65

2.3 Прямые и косвенные факторы использования производных инструментов

на валюту и хеджирование различных видов валютного риска 90

III Специфика управления валютным риском в России при помощи фьючерсных контрактов 107

3.1 Особенности формирования срочного валютного рынка в России 108

3.2 Факторы использования валютных деривативов российских компаний и функционирование отечественного срочного валютного рынка 121

3.3 Меры по совершенствованию механизма функционирования российского рынка производных инструментов 143

Заключение 153

Приложение 159

Библиографический список использованной литературы 163

**Введение к работе**

Современная мировая экономика характеризуется значительными курсовыми колебаниями как основных (резервных) мировых валют, так и валют развивающихся стран. Различия в деловых циклах экономик разных стран и регионов, а также самостоятельная, часто не согласованная между странами, экономическая политика создают все необходимые условия для постоянства этих колебаний. Время от времени такие колебания вызывают периодические региональные кризисы, оказывающие разрушительное воздействие как на отдельные компании, так и на экономику стран региона.

В эпоху глобализации мировой экономики, когда деловое сообщество охватывает своей деятельностью все большее число стран, значение риска, исходящего из изменений валютных курсов, стремительно возрастает. Вовлечение в мировые рынки бывших социалистических стран, либерализация их экономик и экономик стран третьего мира, рост мировой торговли, формирование новой модели международного разделения труда, усиление взаимопроникновения потоков капитала между различными странами повышают неопределенность на мировом валютном рынке. В этой ситуации предсказать, спрогнозировать динамику курсовых изменений какой-либо валюты даже в краткосрочной перспективе представляется довольно сложной задачей. Компании, сталкивающиеся в ходе своей деятельности с валютным риском, вынуждены уделять все большее внимание управлению этим риском. Причем речь здесь идет не только об экспортерах, импортерах и ТНК, чей бизнес значительно диверсифицирован и охватывает несколько стран. Подверженность валютному риску существует также и у компаний, работающих исключительно на внутреннем рынке. Она может возникнуть у них и вследствие конкуренции со стороны иностранных компаний (импорт), а также косвенно, вследствие изменения экономической политики правительства и ЦБ в ответ на изменение валютного курса. Кроме того, курсовые колебания оказывают влияние на экономический рост и структуру экономик как отдельных стран, так и целых регионов, что вызывает изменение экономического положения компаний на рынке.

Периодически возникающие кризисы на мировом валютном рынке придают особую важность проблемам эффективного управления валютным риском. Финансовый кризис, разразившийся в России в августе 1998 г., со всей присущей подобным катаклизмам остротой показал необходимость создания, развития и совершенствования стабилизационных механизмов страхования валютного риска, каковым является рынок производных инструментов.

В настоящее время в мире практически не осталось закрытых экономик. Все страны активно участвуют в международной торговле, мировая специализация стран усиливается, открытость экономик растет. Все это обостряет проблему экспортно-импортной зависимости отдельных стран. Многие страны настолько тесно интегрировались в мировую экономическую систему, что не могут теперь обойтись без потребления импортной продукции. Не в последнюю очередь это относится и к России, импортирующей продовольствие и продукцию высокой степени переработки и экспортирующей сырьевые товары.

В последние десятилетие перед отечественной наукой возникла необходимость исследования целого ряда проблем, не имевших для нашей страны большого значения в предшествующий период. В частности, переход в нашей стране от плановой системы хозяйствования, отказ государства от исключительно административных методов управления, либерализация экономической системы национального хозяйства, приватизация предприятий, появление внутреннего валютного рынка и отказ от множественности валютных курсов поставили перед российским бизнесом и отечественной экономической наукой проблему оптимального управления валютным риском при помощи различных инструментов.

Несмотря на значительное число работ, посвященных теме валютного хеджирования, до сих пор уделялось недостаточное внимание тому, что именно побуждает компании, подверженные валютному риску, хеджировать его посредством производных инструментов вообще и фьючерсных контрактов в частности. Накопленный опыт функционирования срочных рынков стран Запада и России требует систематизации, позволяющей определить экономические условия, стимулирующие компании использовать валютные деривативы в целях страхования валютного риска. Выявление этих условий, или, иначе говоря, факторов использования валютных деривативов в целях хеджирования, способно ответить на вопрос, когда, в каких ситуациях использование валютных фьючерсов целесообразно для корпорации нефинансового сектора, а в каких ситуациях - нет.

Недостаточная разработанность вопросов страхования различных видов валютного риска посредством фьючерсных контрактов и практическая значимость этой проблемы для российских компаний обусловили актуальность выбранной темы настоящей работы, а также определили постановку цели и задач исследования и формирование его структуры. Целью диссертационной работы является определение основных факторов использования валютных деривативов в целях управления валютным риском зарубежных и российских корпораций нефинансового сектора с позиций мотивов хеджирования различных видов валютного риска.

Достижение поставленной цели предопределило задачи данной работы:

а выявить основные тенденции развития рынка производных инструментов на валюту в условиях глобализации мировой экономики;

? определить степень значимости различных факторов использования валютных производных инструментов в целях хеджирования;

? провести классификацию факторов по результатам исследования механизма их влияния на решение о страховании валютного риска при помощи фьючерсных контрактов;

? выявить степень страхования компаниями различных видов валютного риска средствами производных инструментов;

а выявить причины недостаточной востребованности валютных деривативов как инструментов хеджирования со стороны российских компаний; разработать практические рекомендации по совершенствованию механизма функционирования отечественного срочного валютного рынка и стимулированию валютного хеджирования средствами производных инструментов в нашей стране.

Объектом исследования являются российские и зарубежные компании нефинансового сектора.

Предметом настоящего исследования являются операции этих компаний по хеджированию валютного риска при помощи валютных фьючерсов.

Теоретической и информационной базой исследования послужили труды зарубежных и отечественных экономистов, посвященные вопросам страхования валютного риска средствами рынка производных инструментов.

Поскольку рынок производных инструментов имеет давнюю историю, проблемы функционирования срочного рынка были затронуты еще в трудах классиков мировой экономической мысли, таких как Дж. М. Кейнс (J. М. Keynes) и Дж. Хикс (J. Hicks). Однако в связи с усилением нестабильности мировой экономики в краткосрочном периоде и переходу к плавающим валютным курсам действительно бурное развитие срочный рынок получил только в 70-90-е гг. прошлого столетия. Именно в это время выходят работы П. X. Линдерта (Р. Н. Lindert), М. Пебро (М. Pebereau), П. Р. Кругмана (P. R. Krugman), в которых рассматривается общая характеристика и структура мирового срочного валютного рынка, а также принципы хеджирования валютными деривативами.

Особый интерес представляют работы, посвященные отдельным аспектам валютного хеджирования при помощи производных инструментов, среди которых можно выделить труды S. С. Myers, К. Froot, D. Sharfstein, J. Stein, D. R. Nance, С W. Smith, Jr., С W. Smithson C. Geczy, B. A. Minton, С Schrand, G. W. Brown, C. Loderer, K. Pichler. Важной особенностью их работ явилось выяснение причинно-следственной связи между определенными характеристиками компании и хеджированием.

Интересные выводы в этой области можно обнаружить уже в работе S. С. Myers "Determinants of corporate borrowing" (1977), которая, однако, не была посвящена теме хеджирования. Значительно более стройная система взаимозависимостей представлена в работе К. Froot, D. Sharfstein, and J. Stein "Risk management: Coordinating investment and financing policy" (1993). Однако здесь хеджирование хотя и являлось объектом исследования, ему отводилась второстепенное значение. Вслед за этой работой последовали труды, непосредственно изучавшие проблему причин использования валютных деривативов в целях страхования валютного риска: D. R. Nance, С. W. Smith, Jr., and С. W. Smithson "On the determinants of corporate hedging" (1993), С Geczy, B. A. Minton, and C. Schrand "Why firms use currency derivatives" (1997), G. W. Brown "Managing foreign exchange risk with derivatives" (2000), С Loderer, and K. Pichler "Firms, do you know your currency risk exposure? Survey results" (2000). В этих работах нашли свое отражение многочисленные свидетельства и логически выстроенные утверждения относительно того, что побуждает компании заниматься валютным хеджированием на рынке производных инструментов.

Ряд работ затрагивает лишь некоторые аспекты валютного хеджирования. Так, исследование L. Gagnon, G. J. Lypny, Т. Н. McCurdy "Hedging foreign currency portfolios" (1998) анализирует преимущества портфельного подхода к валютному хеджированию. Отраслевому аспекту хеджирования посвящена работа G. D. Haushalter "Financing policy, basic risk, and corporate hedging: Evidence from oil and gas producers" (2000). Изучению налоговых стимулов хеджирования посвящена работа J. R. Graham, and С. W. Smith, Jr. "Tax incentives to hedge" (1999).

Некоторые взаимосвязи между характеристиками компании и ее финансовой и инвестиционной политикой можно обнаружить у В. A. Minton, and С. Schrand в "The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the cost of debt and equity financing" (1999).

Однако при всем обилии фактических свидетельств и множестве заключений, выработанных на основе применения современных методов статистических моделей, вышеперечисленные исследования не предлагают стройных моделей и систем валютного хеджирования с помощью производных инструментов. Полученные авторами выводы не дают детального объяснения мотивов валютного хеджирования. Незначительное место отводится также и структуре валютных рисков.

Работы зарубежных авторов касаются рынков валютных деривативов соответствующих стран. Российский срочный рынок исследуется в основном отечественными экономистами. Среди их работ особо отметим труды А. Н. Буренина, Г. Г. Салыча и Т. Ю. Сафоновой. А. Н. Буренину в своих монографиях удалось освятить как практические вопросы функционирования рынка производных финансовых инструментов, так и их теоретическую основу. Значительное место уделяется также и стратегиям проведения операций с производными инструментами различных групп участников срочного рынка. В работе Г. Г. Салыча "Опционные, фьючерсные и форвардные контракты: Сверхприбыльные инвестиции в период инфляции" (1994) подробно рассматриваются этапы становления и структура отечественного срочного рынка в его начальный период развития. Широкий ряд различных аспектов современного рынка производных инструментов, как мирового, так и отечественного, содержится в работе Т. Ю. Сафоновой "Биржевая торговля производными инструментами" (2000).

Проблемы, связанные с мотивами валютного хеджирования, не были подвергнуты детальному анализу в работах отечественных экономистов. В настоящее время в отечественной экономической науке существует крайне расплывчатое представление о том, какие именно факторы побуждают нефинансовую компанию страховать свой валютный риск при помощи производных инструментов. Данное обстоятельство создает благоприятные условия для последующих исследований в этой области.

Работа над теоретическим материалом подкреплена обширной информационно-статистической базой, которая основана на материалах ММВБ и других бирж, ЦБ РФ, МВФ, отчетах Всемирной Торговой Организации (WTO), Банка Международных Расчетов (BIS), законодательных актах, годовых отчетах компаний, аналитических обзорах в периодической экономической литературе. Ввиду трудностей, связанных с получением информации об отечественных фактических и потенциальных участниках срочного рынка, значительное место в настоящей работе занимает анализ зарубежного, прежде всего американского, опыта операций с валютными деривативами.

Научная новизна работы раскрывается в следующих основных положениях, выносимых на защиту:

а выявлены причинно-следственные связи между факторами использования валютных производных инструментов;

а показан механизм воздействия этих факторов на принятие решения об использовании валютных фьючерсов; разработана и предложена классификация факторов использования валютных деривативов по двум признакам:

1) по степени их воздействия на принятие решения об операциях валютного страхования;

2) по способу их воздействия на принятие решения об операциях валютного страхования;

? определены виды валютного риска, хеджируемые при помощи валютных фьючерсов;

? выявлены специфические для отечественной экономики переходного типа причины низкой востребованности валютных фьючерсов в качестве инструментов хеджирования;

а установлена приоритетность мер по совершенствованию механизма функционирования отечественного рынка производных инструментов.

В ходе написания представленной диссертационной работы были использованы общенаучные методы исследования, такие как логический и сравнительный анализ, синтез, индукция и дедукция, системный подход. Кроме того, нашли свое применение такие методы и приемы, как статистическое наблюдение, классификация, анализ динамичных рядов, приемы факторного анализа, а также методы математической статистики. При построении таблиц и систематизации полученных данных применялись методы группировки и сравнения, обобщающих показателей, выборочные исследования. Все это позволило обеспечить достоверность и обоснованность выводов и практических рекомендаций.

Теоретическая значимость работы заключается в том, что в ней показаны области применения валютных деривативов с точки зрения страхования различных видов валютного риска, впервые предложена классификация факторов использования валютных деривативов, что позволяет рассматривать работу в качестве этапа для последующих исследований в сфере управления корпоративными рисками.

Практическая ценность состоит в выработанных рекомендациях по стимулированию развития механизма страхования валютного риска при помощи производных инструментов в нашей стране. Эти рекомендации включают ряд мер на макро-и микроуровне, способных увеличить стремление хеджеров страховать свои валютные риски средствами валютных фьючерсов.

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 реализовать цель исследования.

Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения и библиографического списка использованной литературы.

В первой главе рассматриваются различные виды валютного риска, приводятся общая характеристика и тенденции развития современного рынка валютных фьючерсов, самым непосредственным образом влияющие на менеджмент валютного риска. Кроме того, в ней представлены динамика торгов на основных биржевых площадках, последние изменения в сфере инфраструктуры и регулирования этого рынка.

Во второй главе на основе регрессионной модели проведен комплексный анализ оценки влияния различных факторов на принятие решения об использовании валютных деривативов. Помимо этого произведен анализ взаимозависимостей между различными факторами использования валютных деривативов. Особое внимание уделено здесь страхованию компаниями нефинансового сектора различных видов валютного риска.

В третьей главе приведена краткая история возникновения и развития отечественного срочного рынка, проанализированы факторы использования валютных деривативов российских компаний, подробно рассмотрена проблема слабой востребованности валютных деривативов в качестве инструмента хеджирования на российском рынке, предложены пути ее решения.

В заключении обобщены результаты проведенного исследования, сформулированы основные выводы, вытекающие из полученных результатов, даны рекомендации по их практическому использованию.

## Различные виды валютного риска и преобладающие тенденции в области валютного страхования

Для понимания роли рынка валютных фьючерсов представляется целесообразным сначала дать краткую количественную характеристику мирового срочного рынка. После этого предлагается рассмотреть основные тенденции в области валютного страхования и на рынке валютных фьючерсных контрактов. Такая логика исследования позволяет проследить развитие рынка валютных деривативов в свете как эволюции самого риск-менеджмента, так и изменяющихся внешних условий управления валютным риском.

После проведения риск-анализа и выбора инструмента хеджирования существенный интерес для компании представляет инфраструктура рынка этого инструмента или, иначе говоря, внешняя бизнес-среда, в которой эта компания наряду с другими хеджерами может застраховать свои риски. Рынок деривативов способен оказывать огромное влияние как на корпоративное управление в целом, так и на валютный менеджмент в частности. При выработке корпоративной стратегии управления валютным риском компании самым тщательным образом изучают ситуацию на рынке производных инструментов, возможности страхования на нем, опыт других компаний-хеджеров, использующих деривативы. Потому подходы к валютному страхованию на микроуровне находятся в постоянной зависимости от складывающейся ситуации на рынке инструментов хеджирования, т. е. на макроуровне.

В современной экономике преимущество получают те компании, которые демонстрируют умение и способность гибко реагировать на изменение внешней среды и корректировать свою политику, в т. ч. и в области валютного страхования, в соответствии с постоянно возникающими нововведениями. Как будет показано ниже, рынок производных инструментов развивался в последние годы высокими темпами, и компании, оперирующие на нем, не могут не принимать во внимание динамичность данного рынка. Таким образом, тенденции развития рынка валютных фьючерсов представляют для компаний особый интерес с точки зрения оптимизации управления валютным риском.

В последние два десятилетия роль срочной торговли заметно выросла. Сделки на срок стали в течение этого периода важнейшим инструментом страхования ценовых рисков, а их значение для риск-менеджмета корпораций постоянно росло. За 1990-е годы объем торгов производными инструментами вырос в 5 раз.1

К настоящему времени срочный рынок достиг гигантских масштабов. Если еще в середине 1999 г. нарицательная стоимость всех обращающихся на срочном рынке производных инструментов составляла 96 трлн. долл. при суммарном обороте только биржевых финансовых инструментов 350 трлн. долл.2, то в конце 2001 г. - начале 2002 г. нарицательная стоимость биржевых и внебиржевых финансовых деривативов достигла 122 трлн. долл., а суммарный оборот биржевых финансовых инструментов составил 594 трлн. долл.

## Показатели, отражающие факторы использования валютных фьючерсов

Сущность управления валютными рисками при помощи фьючерсных контрактов определяется мотивами и стимулами использования этих контрактов в качестве инструментов такого управления. Мотивы и стимулы использования валютных деривативов служат отправной точкой при принятии решения об операции хеджирования, выборе конкретного производного инструмента и формировании тактики и стратегии поведения на срочном рынке. В данной работе мотивы и стимулы использования валютных деривативов называются факторами использования валютных деривативов.

В зарубежной экономической литературе обычно выделяют следующие факторы использования валютных деривативов в качестве инструментов управления валютными рисками:

? экзогенные издержки банкротства;

? возможности роста компании;

? издержки, проистекающие из финансовых затруднений;

? конвертируемый долг и привилегированные акции; а прогрессивная шкала налогообложения;

? асимметрия информации. Три из вышеперечисленных стимулов прямо представляют собой подверженность компании валютному риску:

1) удельный вес зарубежных продаж;

2) номинированный в иностранной валюте долг;

3) конкуренция со стороны зарубежных предприятий.

Операции за рубежом, будь то наличие производственных мощностей за границей или просто экспорт (импорт) продукции, влекут за собой притоки и оттоки в иностранной валюте. В той степени, в которой компания имеет превышение притока над оттоком (или наоборот), она подвергается валютному риску. Поэтому операционный валютный риск, исходящий из чистого (нетто-) притока или оттока валютных средств, порождает потребность страхования возможных убытков из-за колебаний валютных курсов.

Номинированный в иностранной валюте долг также может быть причиной того или иного денежного потока в иностранной валюте. Такая ситуация будет тоже проявлением операционного валютного риска. Но в то же время одно лишь присутствие номинированного в иностранной валюте долга в балансе компании вызывает несоответствие между активами и пассивами, выраженными в валюте. Тогда имеет место подверженность трансляционному валютному риску.

Обусловленное колебаниями валютного курса изменение конкуренции со стороны зарубежных предприятий как на отечественном рынке, так и на зарубежном способно оказать неблагоприятное воздействие на экономическое положение компании. В этом случае она подвергается экономическому валютному риску.

При исследовании факторов использования валютных деривативов серьезной проблемой является нахождение показателей, количественных параметров, определяющих необходимость и возможность использования производных инструментов на валюту. Постараемся определить такие показатели.

Предварительно, однако, представляется целесообразным остановиться на качественной составляющей валютного риска. Эта проблема осложняется тем, что корпорации в своей деятельности могут сталкиваться как с твердой валютой, так и с мягкой валютой - а это совершенно различные ситуации. Валютный риск, связанный с неустойчивой валютой какой-нибудь развивающейся страны, несет в себе большую угрозу, так как обусловлен значительной неопределенностью относительно курса этой валюты, режима валютного регулирования и т. д. В ходе валютного страхования нельзя игнорировать эту проблему. Однако подавляющая часть прямых иностранных инвестиций, влекущих за собой валютный риск, производится ТНК в рынки развитых экономик и emerging markets. Валюты последних не являются твердыми валютами, однако их использование не чревато экстремальными последствиями политических и экономических кризисов, характерных для наименее развитых стран.

## Особенности формирования срочного валютного рынка в России

В нашей стране рождение срочного рынка датируется 21 октября 1992 г. В этот день прошли первые торги валютными фьючерсами на Московской Товарной Бирже (МТБ). Первым контрактом стал фьючерс на поставку 10 долл. США через полтора месяца. В марте 1994 г. фьючерсной торговлей занялась Московская Центральная Фондовая Биржа (МЦФБ). Новым в торговле на этой бирже стало то, что торговля срочными контрактами начала происходить в электронной системе на базе торговых терминалов. Качественно новая форма организации торгов позволила МЦФБ в короткое время занять лидирующие позиции на российском срочном рынке, потеснив тем самым МТБ. Участники торгов предпочитали традиционной торговле в «яме» более современный, компьютеризованный способ торговли.

В 1995 г. к числу реальных конкурентов МЦФБ и МТБ добавилась старая торговая площадка на Российской Товарно-Сырьевой Бирже (РТСБ, позднее РБ — Российская Биржа). Она стала привлекательной для мелких игроков после реконструкции торгового зала и введения новой комбинированной торговой системы, совпавших с "укрупнением" валютных контрактов МТБ с 1000 до 5000 долл. В 1995 г. была учреждена Московская Финансовая Фьючерсная Биржа (МФФБ), однако полноценной фьючерсной торговли этой площадке организовать не удалось. Осенью 1996 г. началась фьючерсная торговля на Московской Межбанковской Валютной Бирже (ММВБ). С середины 1997 г. основной объем операций с фьючерсными контрактами начинает перемещаться на ММВБ, объем открытых позиций на которой к середине 1998 г. достигает 900 млн. долл. Для сравнения, объем открытых позиций на РБ к этому времени составил 20-30 млн. долл.

Конкуренция между биржами выражалась в совершенствовании условий торговли (механизм торговли, формы и уровень залогов, процедура поставки). Кроме того конкуренция способствовала тому, что за довольно короткий промежуток времени на отечественном срочном рынке разрабатывалось и внедрялось большое количество новых фьючерсных контрактов. В частности, в разное время на разных площадках предлагались контакты на сахар, зерно, алюминий, немецкую марку, индекс доллара США, курс ГКО на первичном аукционе и на вторичных торгах, процентную ставку MIBOR, облигации внутреннего валютного займа и т.д. Однако немногие из этих контрактов стали по-настоящему ликвидными и смогли достичь высоких торговых оборотов.

Формирование российского срочного рынка имело ряд особенностей, обусловленных, главным образом, тем, что оно происходило на фоне становления новой модели экономики в нашей стране.

В мировой практике зарождение срочного рынка связано с появлением его внебиржевой формы и только в прошлом столетии было положено начало широкому развитию биржевого рынка срочных инструментов. Первоначально преобладали срочные контракты с товарными базисными активами. Появление и развитие данного рынка на Западе происходило как разрешение противоречия между цикличностью колебаний рыночной конъюнктуры и необходимостью обеспечения стабильности финансового положения хозяйствующих субъектов. Цели спекулятивного характера не могли не иметь подчиненного значения. Об этом, в частности, говорит сам факт весьма позднего появления широкой биржевой торговли срочными контрактами. Данный рынок получил развитие в странах-лидерах рыночной экономики.

В начале 90-х гг. прошлого века отечественный срочный рынок зарождался в обстановке глубокого экономического кризиса, перераспределения собственности и политической нестабильности. В сфере экономической деятельности в то время доминирующими являлись чисто спекулятивные моменты. Это не могло не отразиться на характере и особенностях возникновения и развития срочного рынка.

Во-первых, срочный рынок в России сразу же стал формироваться как биржевой: срочные операции на внебиржевом рынке появились позже, чем на биржевом и на существенно меньшее число базовых активов.

Во-вторых, участниками отечественного рынка преимущественно выступали спекулянты.

В-третьих, срочный рынок оказался представленным финансовыми фьючерсными контрактами. В то же время следует подчеркнуть, что финансовые фьючерсные контракты — это уже определенный "венец" развития западного срочного рынка, соответствующего высокому уровню рыночной экономики, чего, естественно, нельзя сказать о российской экономике.

В-четвертых, сейчас практически отсутствуют фьючерсные контракты, базисными активами которых являются товары.

Пожалуй, главной из этих особенностей является то, что срочный рынок всегда был и по-прежнему остается преимущественно спекулятивным. Отсутствие хеджеров говорит о том, что отечественный срочный рынок не выполняет свою главную функцию - страхование рисков. Являясь доминирующими участниками, спекулянты способствовали созданию рынка, совершенно непохожего на западные аналоги. Значительные торговые обороты смогли набрать только те фьючерсные контракты, базисные активы которых имели высокую степень ценовой изменчивости, т. е. по своей сути были спекулятивными.

Как уже отмечалось, первым активом, на который в России стала вестись фьючерсная торговля в значительных масштабах, стал доллар США. После введения валютного коридора в 1995 г. валюта утратила свой спекулятивный потенциал в силу прекращения краткосрочных колебаний курса рубля по отношению к другим валютам. Как следствие, резко упали объемы торгов валютными фьючерсами.

На смену валюте пришли ГКО, а затем, когда амплитуда ценовых колебаний последних также снизилась, акции. Фондовый рынок в 1997 г. достиг своего расцвета, и это позволило разработать и внедрить фьючерсы на наиболее ликвидные акции российских компаний.