Сафонова Татьяна Юрьевна. Формирование рынка производных финансовых инструментов в Российской Федерации : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 166 c. РГБ ОД, 61:04-8/2026

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНТРУМЕНТЫ КАК ОБЪЕКТ ТЕОРЕТИЧЕСКОГО АНАЛИЗА 10

1.1. Экономическая природа и основные виды производных финансовых инструментов 10

1.2. Классификация производных финансовых инструментов 24

1.3. Динамика развития рынка производных финансовых инструментов 36

Глава II. ФОРМИРОВАНИЕ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНТРУМЕНТОВ 45

2.1. Российский рынок производных финансовых инструментов 45

2.2. Формирование внебиржевого рынка производных финансовых инструментов 59

2.3. Формирование биржевого рынка производных финансовых инструментов 68

ГЛАВА III. РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНТРУМЕНТОВ 93

3.1. Правовая природа производных финансовых инструментов 93

3.2. Нормативное регулирование рынка производных финансовых инструментов 110

3.3. Налогообложение операций с производными финансовыми инструментами 131

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 151

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 158

**Введение к работе**

Риск является неотъемлемым атрибутом любой предпринимательской деятельности. Не существует деловой активности, с получением прибыли в условиях отсутствия риска. Наоборот, обычно, чем выше риск, тем больше прибыль.

Одним из видов рисков, которым подвержены предприятия, является риск изменения рыночных цен. Наиболее распространенным в настоящий момент в мире инструментом защиты от изменения курсовой стоимости активов являются производные финансовые инструменты (далее - ГІФИ). В последнее время мировые рынки характеризовались резким приростом количества производных продуктов в ответ на глобальные изменения в движении финансовых потоков. Производные финансовые инструменты, бесспорно, представляют в последние 20 лет наиболее важное и динамично развивающееся достижение финансового инжиниринга. С их появлением навсегда изменился способ управления рисками изменения курсов валют, товарных цен, процентных ставок, биржевых индексов и портфельными рисками.

Что касается России, то так уж сложилось, что после кризиса 1998 года, когда расчетным производным инструментам было отказано в судебной защите, операции с этим видом активов были практически свернуты. Однако наметившийся в последнее время рост российской экономики положительно повлиял и на рынок ПФИ. Всего за один 2001 год совокупный объем торгов производными инструментами вырос в 2 раза, хотя по-прежнему не сравним с периодом становления этого рынка в России.

**Актуальность темы.**Производные финансовые инструменты (далее - ПФИ), являющиеся одним из последних результатов мирового финансового инжиниринга, получают все большее распространение на российском рынке. Следствием особой природы ПФИ является высокая степень риска, присущая этим инструментам, связанная с их экономической природой, уровнем ценовых колебаний на рынке базового актива, сложностью долгосрочного

ценового прогнозирования, отсутствием достоверной информации о финансовом состоянии контрагентов, и т.п.

В настоящий момент в Российской Федерации практически отсутствует законодательное регулирование этого сложнейшего сектора финансового рынка. Это связано, в том числе, и с нерешенностью вопроса об экономико-правовой природе ПФИ, без чего невозможна разработка нормативно-правового регулирования этого вида сделок, что само по себе существенно тормозит развитие данного рынка. Так, отсутствие необходимого законодательства послужило причиной отказа в правовой защите участников расчетных форвардных контрактов, что отбросило российский рынок ПФИ на несколько лет назад.

Для России крайне важно, изучив мировой опыт, использовать при организации рынка ПФИ те основополагающие принципы, которые выработаны мировым рыночным сообществом. При этом необходимо органично вписать институт ГІФИ в сложившуюся экономическую и правовую системы Российской Федерации, а также решить вопрос о путях построения системы регулирования ПФИ.

Оживленные споры ведутся также по поводу понятийного аппарата. Вопрос о необходимости законодательного закрепления специальной терминологии рынка ПФИ также требует дополнительного анализа.

Одной из основных причин возникновения проблем с выработкой концептуальных принципов регулирования рынка ПФИ является отсутствие единых подходов в понимании экономико-правовой природы ГІФИ не только российскими правоведами, но и наличие различных подходов к регулированию ПФИ в наиболее экономически развитых странах.

В контексте высказанных соображений тема диссертации представляется чрезвычайно актуальной. Актуальность темы дополнительно усиливается тем, что Конституционный суд Российской Федерации поставил перед федеральными законодателем задачу по установлению правил доступа участников на рынок ПФИ, форм и методов контроля за ними, системы гарантий и страхования механизмов исполнения обязательств.

**Целью диссертационной работы**явилась выработка на основе исследования организационных, теоретических и методологических основ регулирования рынка ПФИ в различных странах новых подходов к организации и регулированию рынка ПФИ в Российской Федерации.

Для достижения указанной цели в ходе диссертационного исследования были поставлены следующие **'задачи:**

предложить, обусловленную целью классификацию ПФИ; исследовать современные тенденции и формы организации рынков ПФИ; оценить применимость на российском рынке принципов организации мирового организованного и неорганизованного рынков ПФИ; установить факторы, сдерживающие развитие российского рынка ПФИ; выработать предложения по нормативно-правовому регулированию рынка ПФИ;

проанализировать систему налогообложения сделок с ПФИ и разработать предложения по ее совершенствованию. **Объект и предмет исследования.**Предметом исследования являются экономические отношения, складывающиеся в условиях современной рыночной экономики по поводу организации биржевого и внебиржевого рынков ПФИ, защиты интересов клиентов и государственного регулирования указанных отношений. Объект исследования - российский и мировой рынок ПФИ.

**Теоретическую и методологическую основу**диссертационного исследования составляют фундаментальные положения экономической науки, системный подход к изучению исследуемых процессов и явлений в их взаимозависимости и взаимообусловленности. В диссертации использованы методы анализа, синтеза и аналогий.

При написание работы в качестве теоретической базы были использованы труды отечественных и зарубежных ученых и специалистов, посвященные отношениям на рынке

ГІФИ, таких как Буренина А.Н., Сарайкина СВ., О.И. Дегтяревой, Ибрагимовой Л.Ф. Галанова В.А., Авалиани В., Гущина О., Ганкина Г., Керимов А., Майорова С, Сидорович В.А., Гитман Лоренс Дж., Джонк Майкл Д. М., Шерри Де Ковни, Кристин Такки, Сурен Л. и другие.

В процессе исследования были проанализированы законы и подзаконные нормативные акты, европейских стран, законодательство США, публикации и прочие документы, имеющие непосредственное отношение к проблеме организации рынка ПФИ, изучена и обобщена специальная литература, материалы научно-практических конференций по исследуемой тематике. В диссертации использованы разнообразные статистические материалы.

**Научная новизна**диссертационного исследования заключается в разработке концептуальных и методологических подходов в организации и регулировании рынка производных финансовых инструментов, научно обоснованных и адаптированных к российской экономической ситуации, использование которых будет способствовать становлению российского рынка ГІФИ. В результате проведенной работы автором получены следующие результаты:

в работе уточняется экономическая категория «производные финансовые инструменты», суть которой состоит в определение ПФИ как разновидности финансовых операций, опирающихся на определенного рода сделки и механизмы зачета встречных обязательств сторон, а не в понимание ПФИ как объекта сделок (имущества);

предложены классификации основных видов ПФИ, позволяющие сделать выводы о том, что ГІФИ находятся в стадии эволюционного развития и существующий их перечень не является закрытым, при этом выделены те виды ПФИ, которые нуждаются в нормативном регулировании со стороны государства и те инструменты, контроль за обращением которых может осуществляться саморегулируемыми организациями;

сделан вывод о коренном отличии расчетных форвардных контрактов от сделок пари. Обоснована позиция о необходимости обеспечения форвардных контрактов правовой защитой в зависимости от объектного и субъектного состава сделок;

на базе анализа экономико-правовой природы ПФИ определено их место в российской гражданско-правовой системе;

на основании произведенного сравнительного анализа процесса развития мирового и российского рынка ПФИ выделены общие принципы и установлены особенности, характеризующие становление этого сектора российской экономики, такие как высокая вероятность неисполнения сделок и практически полное отсутствие законодательного регулирования этого сектора экономики; сформулированы основные принципы организации биржевой торговли ПФИ, предполагающие, в том числе: необходимость введения института унифицированной стороны по биржевым сделкам, предложена система гарантирования исполнения биржевых сделок, установлена взаимосвязь между депозитной маржой и максимальным отклонением цены биржевого контракта, обоснована наиболее оптимальная структура участия в биржевых тогах; обоснована необходимость нормативного закрепления требований к организации биржевой торговли ПФИ профессиональными организаторами торгов, а также выделены основные принципы регулирования деятельности участников внебиржевого рынка ПФИ;

предложена концепция регулирования российского рынка ПФИ, предполагающая наличие как единого регулирующего органа, так и участие в регулировании сделок с ПФИ органов, уполномоченных обеспечивать функционирование отдельных секторов рынка

определены дальнейшие направления реформы налогового законодательства, в отношение операций с ПФИ.

**Практическая значимость и апробация исследований.**Практическая значимость результатов исследования определяется тем, что содержащиеся в нем концептуальные и методологические подходы были использованы законодателем при подготовке Налогового кодекса Российской Федерации. Ряд основополагающих принципов регулирования рынка ПФИ, выявленных в результате диссертационного исследования, учтен в методических рекомендациях Министерства Российской Федерации по налогам и сборам. Отдельные подходы, обоснованные автором и не имеющие в настоящее время законодательного закрепления, также могут быть использованы при подготовке специального закона о рынке ПФИ.

По теме диссертации опубликована монография «Биржевая торговля производными инструментами» М.: «ДЕЛО», 2000.- 21 п.л. Положения и выводы диссертационного исследования также нашли свое отражение в статьях автора общим объемом 9 п.л.

Основные теоретические положения и выводы диссертации использованы при преподавании специального курса на факультете финансов и банковского дела Академии народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации, а также при подготовке кураторов банков в Учебном центре при Центральном банке Российской Федерации.

**Структура работы.**Цель и задачи диссертации определили логику исследования и структуру изложения его результатов. Так в первой главе работы мы, исходя из углубленного теоретического анализа экономической природы ПФИ, выделили их основные виды и произвели классификацию этого виды сделок. Далее, рассмотрев процесс развития мирового рынка ПФИ, мы подтвердили вывод о постоянном эволюционном развитии этого вида финансовых инструментов и о невозможности установить их закрытый перечень.

Во второй главе мы произвели анализ развития российского рынка ПФИ, его биржевого и внебиржевого секторов, что позволило нам, в результате сравнения российского

и мирового рынков ПФИ, выработать основные принципы организации биржевого и внебиржевого рынков ПФИ. В том числе, нами установлена необходимость нормативного закрепления ряда требований к участниками внебиржевого рынка ПФИ, необходимость наличия единого контрагента по биржевым сделкам, определена зависимость размера депозитной маржи от ценового коридора на бирже, установлена структура участия в биржевых торгах и пр.

В третьей главе нами определено, какие из принципов организации сделок с ПФИ нуждаются в законодательном закреплении, а какие могут быть установлены в подзаконных нормативных актах. По нашему мнению, результаты этой работы могут послужить основой для подготовки специального закона о рынке ПФИ. Также на основе экономической природы ПФИ определена их правовая природа. Также произведен анализ действующей системы государственного регулирования сделок с ПФИ и предложены методы ее модернизации. При этом обоснована позиция о необходимости, при сохранении полномочий отдельных федеральных органов, определения единого органа, осуществляющего контроль и регулирование рынка ПФИ. Произведен анализ системы налогообложения операций с ПФИ.

## Экономическая природа и основные виды производных финансовых инструментов

При определении понятия ПФИ ни у российских, ни у зарубежных ученых-экономистов практически не возникает разногласий. Так под производными финансовыми инструментами понимают ценную бумагу или сделку, стоимость или цена которой базируется на стоимости или цене лежащего в ее основе актива. При этом для ПФИ характерна ярко выраженная двойственность экономической природы. С одной стороны, возникли ПФИ из желания товарных производителей застраховаться от рыночных изменений цен, вызванных сезонными колебаниями. С другой стороны, в последнее время на рынке резко возросло число спекулянтов, готовых взять риски на себя в надежде на сверхприбыли (рис. 1).

Таким образом, исходя из экономической природы, ПФИ определяются как инструмент хеджирования рыночных рисков или спекулятивный инструмент.

Так, например, золотодобывающая компания, планируя свой бизнес, знает, что через три месяца она будет продавать золото. Если в этот момент его цена резко упадет, то она понесет убытки. Чтобы зафиксировать цену реализации золота компании необходимо заключить договор о продаже золота через три месяца по определенной цене уже сейчас, и, исходя из этих фиксированных доходов, планировать расходы с учетом необходимой нормы прибыли. В случае заключения договора о реализации золота по фиксированной цене доход компании уже не будет зависеть от колебаний рыночной стоимости золота. Она не получит дополнительной прибыли в случае роста цен на золото, но и не понесет непредвиденных убытков в случае их падения. Аналогично может поступить и компания, планирующая приобретение золота. Однако ей необходимо заключить договор на покупку золота.

Договор о покупке или продаже золота по фиксированной цене с отсроченной на три месяца датой исполнения, который необходимо заключить для страхования от риска изменения рыночных цен, получил названия производного инструмента (или срочной сделки). Указанный договор можно заключать по разному: на биржевом рынке (фьючерсный контракт) и на внебиржевом рынке (форвардный контракт), с возможностью отказа от исполнения сделки (опционный контракт), на условиях реальной поставки товаров (поставочный контракт) и на условиях проведения взаиморасчетов (расчетный контракт).

Однако на рынок выходят не только те, кто имеет товар или денежные средства и желает застраховаться от изменения рыночных цен, но и те, кто товаров и крупных средств не имеет и преследует совершенно иные цели, нежели страхование. На рынок их побуждает выходить возможность получения прибыли, возникающей во времени и пространстве за счет разницы в ценах на товар. В настоящее время, благодаря развитию телекоммуникаций, возможность использования разницы цен в зависимости от местоположения рынков (арбитраж) практически сведена к нулю.

## Российский рынок производных финансовых инструментов

Попытки внедрения товарных фьючерсных контрактов в России предпринимались практически сразу после образования самих товарных бирж в 1990-1992 гг. В этот период на российском рынке появилось довольно большое количество коммерческих бумаг, называемых «товарными фьючерсами». Несомненно, в использовании указанной терминологии нашло отражение не столько реальное положение дела в биржевой торговле, сколько желание «выделиться», привлечь клиентов звучным и в значительной степени непонятным названием. Однако по сути, это были товарные расписки на поставку определенного количества товара в будущем, т.е. форвардные контракты, но отчасти стандартизированные для более широкого распространения. Эти контракты не являлись объектом биржевых торгов, а их обращение не имело ничего общего с классическими фьючерсами.

Эти контракты просуществовали недолго, так как заинтересованность поставщиков товаров быстро прошла из-за высоких темпов инфляции. Также одной из проблем того периода была не устоявшаяся терминология. Понятия срочных контрактов, фьючерсных контрактов и форвардных контрактов часто использовались как синонимы.

После неоднократных попыток введения товарных фьючерсных контрактов российские биржевые круги обратили внимание на другие объекты фьючерсной торговли -нетоварные ценности. Именно здесь усилия оказались более успешными, и ряду российских бирж удалось создать привлекательные для инвесторов фьючерсные контракты, условия которых были уже весьма близки к условиям заключения фьючерсных контрактов, принятых на международных рынках. Первой биржей в России, уделившей серьезное внимание развитию биржевого рынка производных инструментов, стала Российская Товарно-Сырьевая Биржа (РТСБ). Уже в конце 1992 года ею были разработаны правила торговли фьючерсными контрактами и создана система внутреннего клиринга. Весь 1993 год велась работа по разработке программного обеспечения для проведения биржевых торгов фьючерсными контрактами, и к осени техническая подготовка торговой площадки была завершена. В октябре 1993 года на РТСБ началась торговля фьючерсными контрактами на доллар США. С этого момента ведет свой отсчет история развития рынка производных инструментов в Российской Федерации. 1994 год для РТСБ был весьма знаменательным. Тогда впервые объем рынка за короткий промежуток времени достиг своей максимальной отметки и упал практически до нуля.

В мае 1994 года к торговле фьючерсными контрактами на доллар США активно подключилась Московская Центральная Фондовая Биржа (МЦФБ). В короткий срок ей удалось привлечь к участию в торгах многие крупные банки, такие как Инкомбанк, Империал, Мост-банк, Российский Кредит, Сбербанк, банк Олимпийский, Промрадтехбанк, Кузбассоцбанк, банк Возрождение и другие. Сделки на бирже заключались с единым контрагентом - Расчетной Палатой. Это юридическое лицо выступало стороной во всех сделках, регистрируемых биржей, и несло ответственность за их исполнение. За короткий срок бирже удалось довести объемы биржевых торгов до весьма значимых цифр.

Вторую позицию по объему биржевых сделок летом 1994 года заняла Московская Товарная Биржа (МТБ). В этот период среди биржевых спекулянтов очень популярным был межбиржевой арбитраж. Обычно брокеры открывали длинную позицию на МЦФБ (покупали по фьючерсным контрактам) и - в короткой на МТБ (продавали по фьючерсным контрактам). Это объяснялось тем, что котировки на МЦФБ были несколько ниже котировок на МТБ, за счет того, что две фирмы на МЦФБ, в последствии отказавшиеся выполнять свои обязательства, в условиях активного роста курса доллара, а, следовательно, и роста котировок фьючерсных контрактов, продолжали активно наращивать свои короткие позиции, т.е. продавали доллары США по фьючерсным контрактам в больших объемах. За счет этого котировки были искусственно занижены, и все остальные участники торгов активно заключали фьючерсные контракты на покупку, одновременно заключая фьючерсные контракты на продажу на МТБ, т.е. осуществляя межбиржевой арбитраж. Получая вариационную маржу на МЦФБ, арбитражники вносили ее на МТБ, когда же закрывалась позиция, доход составляла разница между котировками на МЦФБ и МТБ, умноженная на объем позиции.

Когда курс доллара вырос настолько значительно (черный вторник), что эти две фирмы уже не смогли поддерживать свои позиции, то выяснилось, что залоги они, с молчаливого согласия администрации биржи, вносили неликвидными активами (своими собственными акциями, не имеющими рыночных котировок). Это привело к тому, что Расчетная Палата МЦФБ не смогла обеспечить исполнение заключенных на ней сделок, и торги были приостановлены. Прекратились выплаты вариационной маржи участникам торгов, а, следовательно, нечем стало вносить вариационную маржу на МТБ, и, вскоре, она также приостановила торги.

## Правовая природа производных финансовых инструментов

Если в отношении экономической природы ПФИ ни у иностранных, ни у российских ученых-экономистов практически не возникает разногласий, то правовая природа производных финансовых инструментов в условиях российского законодательства до настоящего момента не определена.

Этот вопрос представляется нам в настоящий момент чрезвычайно важным, так как без его решения невозможна грамотная разработка правовой базы сделок с ПФИ, отсутствие которой значительно тормозит дальнейшее развитие рынка ПФИ в Российской Федерации. Определение правовой природы ПФИ нельзя признать исключительно юридическим вопросом и оставить на усмотрение правоведов. Подобный опыт, имевший место в отношении расчетных форвардных контрактов показал, что решение вопроса о правовой природе ПФИ без учета их экономической природы и специфики заключения указанных сделок приводит к их неверной трактовке, что негативно отражается на рынке в целом.

В данной главе мы рассмотрим возможные варианты определения правовой природы ПФИ, исходя из их экономической сущности. При этом будут максимально учтены основные положения, закрепленные Гражданским кодексом, что позволит нам наиболее органично вписать институт ПФИ в российскую гражданско-правовую систему.

Далее, исходя из предложенной системы законодательного регулирования, мы определим возможные принципы создания системы подзаконного нормативного регулирования рынка ПФИ. Также мы рассмотрим возможные методы государственного регулирования, саморегулирования рынка и возможное распределение полномочий между федеральными органами. Мы также дадим анализ практики применения полученных автором результатов исследования рынка ПФИ при разработке системы налогообложения операций с ПФИ на российском биржевом и внебиржевом рынках.

Гражданский кодекс не дает понятий производных финансовых инструментов, фьючерсов, форвардов и опционов и не устанавливает порядок заключения таких сделок. В параграфе 1 главы 30 определены общие положения о сделках купли-продажи. Так в статье 455 указано, что договор может быть заключен на куплю-продажу товара, который будет создан или приобретен продавцом в будущем. Статьей 457 установлено, что срок исполнения продавцом обязанности передать товар покупателю определяется договором, т.е. может быть установлен любым по согласованию сторон. Цена товара также предусматривается договором (статья 485). Что касается оплаты, то в соответствии со статьями 486 и 487 покупатель обязан оплатить товар непосредственно до или после передачи ему продавцом товара, а в случаях, когда договором купли-продажи предусмотрена обязанность покупателя оплатить товар полностью или частично до передачи продавцом товара. Покупатель должен произвести оплату в срок, предусмотренный договором.

Из изложенного следует, что в соответствии с российским законодательством форвардные контракты с реальной поставкой можно рассматривать как договоры купли-продажи с отсроченным расчетами. В качестве предмета договора в этом случае могут выступать товары, валюта, ценные бумаги и т.п. Что касается срочных контрактов с реальным исполнением, где в качестве базового актива выступают процентные ставки, или фондовые индексы, то в данном случае срочные контракты могут считаться разновидностью срочных договоров купли-продажи услуг.