Чекмарев Кирилл Сергеевич. Инструменты срочного рынка в управлении финансовыми рисками компаний : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Чекмарев Кирилл Сергеевич; [Место защиты: Рос. эконом. акад. им. Г.В. Плеханова]. - Москва, 2009. - 156 с. : ил. РГБ ОД, 61:09-8/2348

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Рынок производных инструментов как механизм управления финансовыми рисками 10

1.1. Экономическая природа хеджирования и его роль в управлениями финансовыми рисками компаний 10

1.2. Теоретические основы производных финансовых инструментов срочного рынка 23

1.3. Основные характеристики мирового рынка производных инструментов 39

Глава II. Российские компании на рынке производных инструментов 53

2.1. Особенности развития российского рынка производных инструментов. Участники рынка производных инструментов 53

2.2. Факторы роста востребованности российскими компаниями производных инструментов. Методика анализа операций с производными инструментами 69

2.3. Инструменты срочного рынка и перспективы их применения российскими компаниями 80

Глава III. Риски рынка производных инструментов 99

3.1. Показатели устойчивости рынка производных инструментов 99

3.2. Управление рисками операций с производными инструментами. Методика установления и контроля лимитов 113

3.3. Функционирование российского рынка производных инструментов в условиях финансово-экономического кризиса 128

Заключение 136

Список использованной литературы 142

Приложения 151

**Введение к работе**

Актуальность темы. Объективной основой начала формирования в России рынка производных инструментов послужил процесс перехода российской экономики и финансового рынка к рыночным принципам функционирования. Его основными чертами на современном этапе развития вплоть до середины 2008 года являлись значительный рост оборотов рынка, расширение инструментария, увеличение количества участников, развитие технической и организационной инфраструктуры. За 2008 год суммарный объем биржевых торгов фьючерсами и опционами на основных российских биржевых площадках достиг 14,0 трлн. рублей. На внебиржевом рынке оборот валют по межбанковским срочным операциям составил в 2008 году, по оценкам, более 950 млрд. долл. США.

Новым фактором развития производных инструментов срочного рынка выступает все более активное обращение к операциям хеджирования рисков нефинансовых компаний реального сектора экономики. Под влиянием меняющихся макроэкономических условий изменяется уровень рискованности различных рыночных операций компаний, что ведет к росту востребованности инструментов, позволяющих хеджировать эти риски. Использование хеджирования приобретает для них важное значение среди других методов управления рисками и поэтому вызывает необходимость в совершенствовании внутренних корпоративных процедур управления финансовыми рисками с использованием операций хеджирования. При этом кредитные организации, выполняющие по поручению компаний операции с производными инструментами, также вынуждены развивать свое взаимодействие с ними, в первую очередь при установлении лимитов и ограничений на проведение по их поручению операций хеджирования.

Рынок производных инструментов является высокорискованным исходя из своей природы. Актуальность исследования его системной устойчивости возрастает в связи с дестабилизацией рынка производных инструментов как составной части всего отечественного финансового рынка под воздействием мирового финансово-экономического кризиса.

Таким образом, актуальность темы диссертационного исследования обусловлена необходимостью:

— дальнейшей разработки российскими компаниями внутренних процедур управления финансовыми рисками с использованием хеджирования;

— выявления факторов, воздействующих на применение российскими компаниями производных инструментов, и на этой основе определения перспектив использования отдельных инструментов;

— разработки рекомендаций в целях совершенствования методики установления лимитов по операциям с производными инструментами и анализа операций;

— осуществления мониторинга устойчивости рынка производных инструментов в условиях финансового кризиса.

Степень разработанности проблемы. Изучению теоретических основ функционирования срочного рынка посвящены труды Дж.М. Кейнса, Дж. Р. Хикса, Р. Гильфердинга. Им предшествовали работы Э. Бем-Баверка и К. Викселля, в которых впервые в экономической науке был предложен учет фактора времени в хозяйственных отношениях. В зарубежной литературе, посвященной изучению рынка производных инструментов, в центре внимания оказались преимущественно прикладные вопросы, связанные с использованием инструментов данного рынка. Зарубежные авторы, в частности С. Дас, Р. Колб, Ч. Лебо, Т. Лофтон, Д. Лукал, М. Томсетт, Дж. Халл, исследуя рынок, уделяют внимание ключевым понятиям рынка, конкретным видам производных инструментов, формированию торговых стратегий, фундаментальному и техническому анализу рынка. Л. Галиц, Дж.Ф. Маршалл, В.К. Баксал рассматривают производные инструменты как результат развития мирового финансового инжиниринга. Вопросам рискованности операций на рынке производных инструментов посвящены работы Дж. Кастагнино, Т. Сиро, Р. Дженгатхара, Т. Райнера.

Теоретические основы развития мирового и отечественного срочного рынка производных инструментов изучаются в научных трудах А.А. Афанасьева, Л.Н. Буренина, В.А. Галанова, Е.В. Ивановой, В.В. Рудько-Селиванова, А.Б. Фельдмана. Рынок производных инструментов как сегмент финансового рынка рассмотрен в работах А.А. Килячкова, Б.Б. Рубцова, Я.М. Миркина, В.А. Слепова, Л.А. Чалдаевой, В.Н. Якимкина. Практическим вопросом функционирования рынка производных инструментов, включая проблему присущих этому рынку рисков, посвящены работы и публикации специалистов-практиков Г. Ганкина, Р. Горюнова, И. Марича, Д. Пискулова, А. Потемкина, а также диссертационные исследования А.В. Галановой, И.А. Дарушина, Т.Ю. Сафоновой, П.Ю. Соловьева.

Несмотря на значительный интерес, проявленный к этой теме, ряд вопросов по-прежнему мало изучен, а многие теоретические, методологические и практические аспекты остаются недостаточно разработанными. Практически полностью не нашли освещения проблемы применения российскими компаниями для управления финансовыми рисками операций хеджирования, мало исследованными остаются вопросы возрастания рисков при проведении операций хеджирования. В условиях продолжающегося финансово-экономического кризиса особую актуальность будут приобретать исследования, посвященные изучению устойчивости срочного рынка.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является разработка теоретических, методологических и практических аспектов применения российскими компаниями производных инструментов срочного рынка для управления финансовыми рисками.

Для достижения этой цели в работе поставлены следующие задачи:

- изучить экономическую природу хеджирования, его место среди других методов управления финансовыми рисками компаний и выявить предпосылки расширения востребованности компаниями производных инструментов;

выявить основные тенденции развития инструментальной структуры российского срочного рынка, провести анализ перспектив применения инструментов российскими компаниями и дать предложения по совершенствованию инструментария;

разработать систему показателей устойчивости рынка производных инструментов для проведения мониторинга рынка;

- разработать модель управления компаниями рисками посредством проведения операций хеджирования, сформулировать предложения по развитию методики определения лимитов при проведении кредитными организациями операций с производными инструментами по поручению компаний и методики анализа операций с производными инструментами;

- изучить особенности функционирования российского рынка производных инструментов в условиях мирового финансово-экономического кризиса и определить перспективы востребованности отдельных инструментов.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования выступает деятельность российских компаний и кредитных организаций на рынке производных инструментов. Предметом исследования является использование компаниями производных инструментов срочного рынка в целях управления финансовыми рисками.

Теоретическая основа диссертации. Теоретическую основу диссертации составляют фундаментальные положения экономической теории, теории функционирования финансовых рынков, теории управления финансовыми рисками. В процессе исследования были изучены научные труды отечественных и зарубежных специалистов по проблемам организации и функционирования рынка производных инструментов и управления рисками, зарубежные и российские законодательные и нормативные акты, материалы научных конференций, аналитические и обзорные материалы институтов, исследовательских центров, аналитических подразделений кредитных организаций, Банка международных расчетов, Международного валютного фонда, центральных банков. При формировании выводов и предложений использовались положения Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2020 года.

Методологическая основа диссертации. Методологической основой исследования послужили диалектические принципы изучения экономических процессов и явлений в их взаимообусловленности и взаимозависимости, логический и системный анализы экономической информации и практического опыта. Применение указанных методов позволяет обеспечить достоверность полученных результатов исследования и обоснованность выводов и предложений.

Информационная база исследования. В работе использованы аналитические и информационные материалы Банка России и ФСФР; издания, брошюры и бюллетени саморегулируемых организаций и ассоциаций профессиональных участников; материалы и методические разработки отечественных кредитных организаций, компаний и бирж; данные о результатах операций, проводимых биржами, российскими компаниями и кредитными организациями; материалы зарубежной и отечественной периодической печати, посвященные рынку производных инструментов. Значительная часть документов получена из сети Интернет. В диссертации также использованы материалы международной конференции «Деривативы в России», организованной Euromoney Seminars в марте 2008 года.

Научная новизна диссертации состоит в разработке и обосновании теоретико-методических положений по применению российскими компаниями производных инструментов срочного рынка в целях хеджирования финансовых рисков с учетом усиливающейся нестабильности рынка производных инструментов под воздействием финансово-экономического кризиса.

Научная новизна подтверждена следующими научными результатами исследования, выносимыми на защиту:

- развито понимание хеджирования и его места среди других методов управления финансовыми рисками компаний;

- разработана модель управления компаниями рисками посредством операций хеджирования, предложена методика анализа компаниями и кредитными организациями операций с производными инструментами срочного рынка, в соответствии с разработанной методикой осуществлен анализ срочных операций на примере крупной российской компании и одного из ведущих банков;

сформулированы предложения о расширении состава производных инструментов;

- разработана система показателей, позволяющих оценивать устойчивость функционирования рынка производных инструментов. На основе оценки этих показателей применительно к российскому рынку сделаны выводы об изменении его устойчивости на современном этапе;

- даны предложения по совершенствованию методики установления лимитов кредитными организациями, осуществляющими по поручению компаний операции с производными инструментами;

- выявлены тенденции функционирования российского рынка производных инструментов в условиях финансово-экономического кризиса, и с учетом этого определены перспективы востребованности отдельных видов инструментов.

Практическая значимость результатов работы. Значимость результатов исследования заключается в возможности их использования в деятельности участников отечественного рынка производных инструментов (компаний, кредитных организаций, бирж), органов его регулирования (Банка России, ФСФР) и саморегулирования (НАУФОР, НВА, НФА), а также в системе высшего профессионального образования.

Практическую значимость могут иметь:

- рекомендации по организации российскими компаниями управления рисками посредством операций хеджирования с использованием производных инструментов;

- предложения по расширению перечня инструментов на различные виды активов;

- предложения по проведению мониторинга устойчивости рынка производных инструментов с использованием разработанной для этой цели системы показателей устойчивости;

- предложения по совершенствованию методики установления лимитов на операции с производными инструментами и методики анализа операций с производными инструментами;

- положения и выводы диссертации, а также результаты анализа развития отечественного рынка производных инструментов, используемые в учебном процессе высших учебных заведений.

Апробация диссертационной работы. По теме диссертации опубликовано 10 научных статей общим объемом 6,5 п. л. Результаты исследования нашли применение в работе «Газпромбанка» (ОАО).

Основные выводы и положения диссертации докладывались на Плехановских чтениях (2006 год), на «круглом столе» «Российский финансовый рынок: проблемы повышения его конкурентоспособности и роли в инновационном развитии экономики» в Финансовой академии при Правительстве РФ (октябрь 2007 год), на организованном Национальной фондовой ассоциацией научно-практическом семинаре «Финансовые инструменты и риски: их оценка в практике риск-менеджмента» (май 2008 год), а также использовались в научно-педагогической деятельности в области финансов в РЭА им. Г.В. Плеханова.

Структура работы. Структура работы основывается на поставленных задачах, в рамках которых проведено исследование. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, приложений. В первой главе диссертации рассматривается экономическая природа хеджирования, его место среди других методов нейтрализации финансовых рисков, растущая роль в управлении финансовыми рисками у российских компаний, преимущества и недостатки хеджирования. Поскольку хеджирование финансовых рисков осуществляется посредством производных инструментов, в первой главе исследуются теоретические основы производных инструментов. Затем рассматривается место рынка производных инструментов в финансовом рынке, его взаимодействие с другими сегментами финансового и товарного рынка. Глава завершается анализом базовых характеристик мирового рынка производных инструментов: ключевые причины его быстрого развития, этапность развития, основные количественные и качественные характеристики.

Вторая глава посвящена всестороннему анализу деятельности российских компаний на рынке производных инструментов с точки зрения возможностей, которые он предоставляет им для осуществления операций хеджирования. Для этого рассмотрены этапы его становления, проведен сравнительный анализ отечественного рынка с мировым рынком производных инструментов и выявлены их общие и отличительные черты. Выявлена причина доминирования на рынке кредитных организаций и осуществлен анализ их срочных операций за период с 1998 по 2008 годы. Выявлены основные внешние и внутренние факторы, обусловливающие интерес российских компаний в связи с растущими финансовыми рисками к операциям хеджирования. Изучены производные инструменты срочного рынка, перспективы их применения компаниями исходя из потребности в хеджировании определенных видов рисков и сформулированы предложения по их дальнейшему развитию. Разработана методика анализа компаниями и кредитными организациями срочных операций и в соответствии с ней осуществлен расчет на конкретных примерах.

Третья глава посвящена комплексу вопросов, касающихся рисков производных инструментов на современном этапе развития финансового рынка. Рассмотрены неоднозначные оценки возможности негативного влияния быстрого развития мирового рынка производных инструментов на мировую экономику и увеличения рисков, сопровождающих эти процессы. В этой связи определена необходимость мониторинга устойчивости российского рынка производных инструментов. Для его проведения изучены существующие подходы к этому вопросу и на основе этого разработан и обоснован комплекс показателей, позволяющих оценивать устойчивость рынка производных инструментов, сформулированы выводы об устойчивости рынка на основе использования разработанных показателей применительно к российскому рынку. Изучены риски, которым подвергаются участники рынка при проведении операций хеджирования. Разработаны модель управления рисками посредством операций хеджирования и организации процесса хеджирования, а также предложения по совершенствованию методики кредитных организаций по установлению лимитов при проведении операций хеджирования по поручению компаний. Третья глава завершается выявлением основных тенденций функционирования рынка производных инструментов в условиях финансово-экономического кризиса и оценкой меняющихся у компаний приоритетов в использовании производных инструментов.

## Экономическая природа хеджирования и его роль в управлениями финансовыми рисками компаний

Зарубежный риск-менеджмент предлагает различные способы противодействия возникновению потенциально рисковых ситуаций. К основным способам относятся следующие, каждый из которых может применяться как самостоятельно, так и в сочетании с другими способами: игнорирование риска, избежание риска, управление риском и передача риска. Два последних способа тесно взаимосвязаны и фактически передача риска часто рассматривается как один из методов управления рисками. Игнорирование риска предполагает отсутствие каких-либо целенаправленных действий компании, способных привести к снижению или полному исключению возникновения рисковой ситуации. Сознательное игнорирование риска, как правило, связано с отсутствием у компании возможности выявления потенциального риска или возможности адекватной его оценки, а также с невозможностью противодействия риску. Избежания риска как крайняя мера противодействия возможному риску связывается с проведением компанией крайне консервативной политики, направленной на устранение любых потенциальных возможностей возникновения риска. Управление риском предполагает ограждение от риска с помощью системы специальных методов и мер, обеспечивающих снижение негативных последствий развития рисковой ситуации. Передача риска, рассматриваемая как самостоятельный способ или как составная часть управления рисками, означает целенаправленную деятельность компании по передаче риска на определенных условиях другому рыночному агенту или группе агентов. Передачу риска часто сводят к страхованию рисков, однако при определенных условиях к ней можно отнести и хеджирование как способ перераспределения риска между рыночными участниками.

Из всех возможных способов противодействия риску в риск-менеджменте определяющая роль отводится управлению рисками. В курсе финансовой инженерии1 обычно выделяют три различных, но взаимосвязанных способа управления финансовыми рисками проявления которого для различных компаний коррелированны между собой незначительно, а сама возможность их проявления может прогнозироваться с определенной долей вероятности (к таковым относятся страхование обязательств, ущербов от стихийных бедствий, медицинское страхование и другие). Для страховщика страхование таких рисков является приемлемым, поскольку принимаемый им на себя риск будет являться распределенным по большому количеству страховых полисов и составлять всего лишь небольшую долю от риска страхователя. Поэтому суть страхования заключается в независимости индивидуальных рисков и распределении риска между большим количеством страхователей.

При применении страхования как метода управления рисками возникают следующие проблемы. Для страховщика важно, чтобы стоимость страхования превышала ожидаемую выплачиваемую страхователю денежную стоимость по страховке, поскольку страховщик, в конечном счете, должен оправдать свои административные издержки и обеспечить прибыльность своей деятельности. Не все финансовые риски могут подвергаться страхованию, поскольку во многих случаях показатели деятельности различных компаний могут быть подвержены одним и тем же рискам, не являющимся независимыми между собой. Особенность финансовых рисков такова, что одним и тем же рискам могут быть подвержены в результате изменения рыночной конъюнктуры все или большинство участников рынка (например, в результате ослабления курса валюты или изменения рыночных процентных ставок пострадают все компании, подверженные валютному или процентному риску). В этом случае для страховщика страхование не приемлемо, поскольку при наступлении страхового случая он будет вынужден выплачивать страховые премии одновременно по всем страховым полисам.

## Особенности развития российского рынка производных инструментов. Участники рынка производных инструментов

Российский рынок производных финансовых инструментов сформировался к настоящему времени как один из сегментов финансового рынка. Суммарный объем биржевых торгов фьючерсами и опционами составил за 2008 год 14,0 трлн. руб.59, что более чем в сто раз больше по сравнению с 2002 годом. На внебиржевом рынке оборот валют по межбанковским срочным операциям составил в 2008 году, по оценкам, более 950 млрд. долл. США. Поскольку самые высокие темпы развития зарубежного и российского срочного рынка пришлись на разные временные периоды, то их прямое сопоставление представляется не вполне корректным.

Формирование российского рынка производных инструментов имеет ряд особенностей по сравнению с процессами формирования аналогичного рынка в других странах.

1. Главной отличительной особенностью возникновения российского рынка производных инструментов является то обстоятельство, что за рубежом появление такого рынка произошло на пике развития финансового рынка, складывающегося до этого на протяжении многих десятилетий, в России же возникновение отечественного рынка производных инструментов происходило практически параллельно с формированием основных секторов финансового рынка. Эта отличительная черта определила своеобразие развивающегося рынка производных инструментов в России, в частности неравномерность темпов его становления, отсутствие убедительных нормативно-правовых оснований проведения операций, инфраструктурную специфику, особенности состава участников рынка и другие.

2. Возникновение российского рынка отличалось от зарубежного рынка по приоритетному базисному активу. В России формирование рынка деривативов началось не с товарных фьючерсов, как это было за рубежом, а с контрактов на финансовые активы, которые сразу же стали преобладающим видом операций. Первые фьючерские торги в России были проведены в 1992 году на доллар США. После финансового кризиса 1997-98 годов, в ходе которого рынок производных инструментов практически прекратил свое существование, его возрождение также начиналось с торговли финансовыми фьючерсами.

3. Российский рынок производных инструментов изначально возник как рынок с очень сильными спекулятивными тенденциями. Если ввод в обращение финансовых производных инструментов на зарубежных рынках послужил ответом на усиливающуюся нестабильность конъюнктуры финансовых рынков, растущую волатильность основных его показателей и, соответственно, возросшие в этих условиях финансовые риски, в то время как спекулятивные мотивации основных участников рынка играли, как полагают некоторые исследователи60, второстепенное значение, то отдельные косвенные свидетельства позволяют заключить о спекулятивной природе капитала, присутствующего на зарождающемся российском рынке производных инструментов, хотя точные статистические данные о составе участников рынка (исходя из целей их присутствия на рынке) отсутствуют. Этот вывод подтверждают характеристики базисного актива, то есть почти полное отсутствие товарных контрактов, а в составе финансовых -преобладание расчетных контрактов. На спекулятивный характер российского рынка указывает то обстоятельство, что в период зарождения рынка волатильность срочных контрактов превосходила колебания курсов на спотовом рынке, что при непредсказуемости движения срочных цен могло привести к получению страхующимся участником рынка значительных убытков и, соответственно, значительно затруднять хеджирование рисков и в лучшем случае оставлять возможности для арбитражных операций. Другим подтверждением спекулятивного характера формирующегося рынка является преобладание на рынке краткосрочных инструментов.

## Показатели устойчивости рынка производных инструментов

Растущие масштабы рынка производных финансовых инструментов ведут к возрастанию его роли в экономике. В связи с этим актуализуется вопрос о возможном негативном влиянии быстрого развития этого рынка на экономику, а также об увеличении рисков, сопровождающих эти процессы. Неоднозначные оценки относятся в первую очередь к зарубежному рынку производных инструментов. По мнению ряда экономистов, стремительное расширение рынков производных финансовых инструментов содержит в себе значительные риски не только для финансовой системы, но и для мировой экономики в целом.

По мнению Дж. Сороса, угрозы для экономики таятся в самой сущности финансовых рынков, поскольку «финансовые рынки по природе своей нестабильны»71. При этом проблема стабильности становится все более острой, чему, по его мнению, способствует рост влияния как институциональных инвесторов, так и крупных банков, оперирующих в финансовых центрах и выступающих в качестве ключевых участников валютных рынков и рынков производных финансовых инструментов. «И те, и другие выигрывают от нестабильности и как ключевые участники рынка (market makers), и как продавцы хеджевых услуг» . Права финансовых институтов в мировой экономике, по его мнению, неоправданно расширены и поэтому их следует ограничивать за счет регулирования не способных к самокоррекции финансовых рынков на международном уровне.

Дж. Сорос отмечает, что в эпоху новых компьютерных технологий финансовые рынки привлекают к себе лучшие умы, что ведет к взрывному росту числа новых финансовых инструментов и типов сделок. Однако опасность состоит в том, что «новые финансовые инструменты и новые методы осуществления финансовых операций еще недостаточно осознаны как субъектами, ответственными за регулирование рынков, так PI самими участниками рынков, а потому представляют угрозу стабильности» . Неспособность рынка производных инструментов к необходимой самокоррекции Дж. Сорос считает основной причиной потенциально катастрофических рисков этого рынка. Снижение такой рискованности возможно посредством разумного регулирования операций с производными инструментами. С целью предотвращения появления производных и других искусственных финансовых инструментов, содержащих в себе конструкции, потенциально грозящие дестабилизации рынка, Дж. Сорос предлагает лицензировать производные финансовые инструменты . Другой возможной мерой может служить введение ограничений на величину маржи при операциях с производными инструментами, что должно привести к снижению объема капитала, который участники рынка будут готовы использовать в этих операциях, в результате чего уменьшится «глубина рынка» при снижении его потенциальной нестабильности . Особая сложность, по мнению Дж. Сороса, заключается в регулировании хеджевых фондов, тем не менее, они не должны быть свободны от регулирования, а их деятельность должна регулироваться подобно деятельности любых других участников рынка .

Дж. Стиглиц оценивает негативные последствия широкомасштабного применения деривативов по нескольким направлениям. Использование этих инструментов позволяет осуществлять перевод средств на забалансовые счета, что тем самым приводит к сокрытию колоссальных рисков. «Деривативы осложняют оценку истинного финансового положения банка или фирмы»77, «искажают истинный баланс фирмы»78. Применение производных финансовых инструментов создает потенциальные возможности для злоупотреблений и прямого мошенничества, особенно если в банке или фирме ослаблен внутренний контроль за такими операциями. «Деривативы - великая финансовая инновация предшествующих десятилетий - сделались орудием, хорошо пригодным для разного рода обманных действий»