

0-792747

На правах рукописи

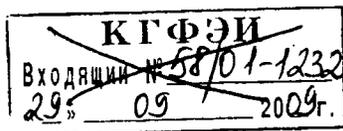


КИСЕЛЕВ Максим Витальевич
МЕТОДОЛОГИЯ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ И
РЕГУЛИРОВАНИЯ РОССИЙСКОГО
РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ

Специальность: 08.00.10 - "Финансы, денежное обращение и кредит"

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
доктора экономических наук

Саратов - 2009



Работа выполнена на кафедре финансов Саратовского государственного социально-экономического университета.

Научный консультант - д-р экон. наук, профессор
Якунина Алла Викторовна

Официальные оппоненты - д-р экон. наук, профессор
Коробова Галина Григорьевна
- д-р экон. наук, профессор
Селищев Александр Сергеевич
- д-р экон. наук, профессор
Марамыгин Максим Сергеевич

Ведущая организация - Финансовая академия при Правительстве
Российской Федерации.

Защита состоится 22 октября 2009 года в 13⁰⁰ час. на заседании диссертационного совета Д 212.241.03 при Саратовском государственном социально-экономическом университете по адресу:

410003, Саратов, Радищева, 89, Саратовский государственный социально-экономический университет, ауд. 843.

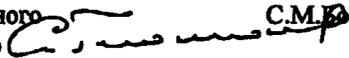
С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Саратовского государственного социально-экономического университета.

Автореферат разослан 19 сентября 2009 года.

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000665033

Ученый секретарь диссертационного
совета, д-р экон. наук, профессор  С.М. Богомолов

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

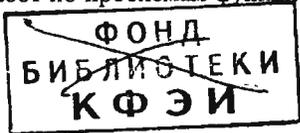
Актуальность темы исследования.

Текущий мировой финансовый кризис привлек внимание экономистов всего мира к процессам, происходящим на фондовых рынках. В центре внимания оказались финансовые инструменты, получившие название производных или деривативов. До середины прошлого века деривативы успешно выполняли свое изначальное предназначение - хеджирование риска неблагоприятного изменения рыночной цены товара. Однако с 70-х годов XX века ситуация начала меняться и к началу 2000-х гг. из инструмента хеджирования риска деривативы по сути превратились в инструмент получения сверхприбыли за счет эксплуатации спекулянтами такого их свойства как значительный финансовый рычаг.

Вторая важная трансформация рынка деривативов, имевшая место в XX веке, связана с либерализацией и отказом от регулирования рынка. По такому показателю как номинальная стоимость открытых позиций рынок внебиржевых деривативов значительно превосходит биржевой сегмент. При этом сделки, заключаемые вне биржевых площадок, не фиксируются в бухгалтерских балансах банков и инвестиционных фондов, что позволяет участникам торгов принимать на себя экстремально высокий риск и совершать сделки на суммы, в сотни раз превышающие размеры их торговых счетов.

В результате трансформации функций и либерализации регулирования рынок деривативов начал накапливать системные риски. В 2007-2008 годах деривативы стали главным мультипликатором мирового финансового кризиса, разрушительное воздействие которого сравнивают с Великой американской депрессией 1930-х годов. Перспектива выхода из кризиса пока еще туманна, но сегодня ясно одно - прежняя система обращения и регулирования рынка деривативов оказалась несостоятельной и должна уступить место качественно новой, контуры которой просматриваются уже сегодня. Прежде всего, изменения должны коснуться риск-менеджмента и конструирования новых деривативов.

Формирование и развитие рынка деривативов, способного удовлетворять запросы не только спекулянтов, но и хеджеров и арбитражеров, является неотъемлемым условием построения развитого национального фондового рынка. Президентом РФ Д.Медведевым была поставлена задача создать все условия для того, чтобы к 2020 году Москва превратилась в мировой финансовый центр, не уступающий по спектру и качеству финансовых услуг Лондону и Нью-Йорку. Решение этой задачи невозможно без комплексного развития всех сегментов национального финансового рынка, в том числе и рынка деривативов. Однако без должной теоретической базы, методом случайных блужданий невозможно решить многочисленные проблемы российского рынка деривативов. По причине его молодости и неразвитости в отечественной литературе до сих пор содержится мало по-настоящему глубоких работ по проблемам функциони-



рования рынка деривативов¹. В основном это переводная литература, в которой не учтены особенности российского фондового рынка, его законодательства, присущих ему проблем.

Об актуальности темы исследования свидетельствует тот факт, что в отечественном законодательстве и научной литературе до сих пор не выработан единый термин для обозначения группы инструментов, обращающихся на срочном рынке. Одни используют термин "дериватив", другие - "срочная сделка", третьи - "производный финансовый инструмент". Отсутствие устоявшейся точки зрения в отношении терминологии приводит к многочисленным коллизиям и противоречиям в понимании границ и направлений развития этой части российского финансового рынка. Расплывчатость правового поля обращения деривативов в России приводит к тому, что данный сегмент финансового рынка уходит из-под влияния регулирующих органов, что является причиной аккумуляции скрытых рисков. Актуализация данных рисков произошла в первые же месяцы кризиса 2008-2009 годов, когда "КИТ-финанс", один из крупнейших участников российского рынка деривативов, оказался не в состоянии исполнить свои обязательства по открытым деривативным позициям. В результате впервые с 1998 года российская банковская система столкнулась со столь глубокими кризисными явлениями.

Названные и другие проблемы функционирования российского рынка деривативов показывают острую необходимость их теоретического, методологического и практического решения. Даже фрагментарное перечисление существующих проблем свидетельствует об актуальности исследования.

Степень разработанности проблемы. Научный интерес у исследователей вызывали различные проблемы рынка деривативов. Но, пожалуй, одними из первых были разработки теории равновесия между срочным и кассовым рынками, где несомненная заслуга принадлежит Н. Калдору, Дж. Кейнсу и Дж. Хиксу. Среди отечественных исследователей, занимавшихся проблемой рыночного равновесия, можно отметить В. Григорьева, И. Дарушина, А. Козловских, О. Ситникову, А. Якунину. Вопросы функционирования финансовых рынков и проблемы финансовых рисков раскрыты в трудах С. Вайна, Г. Коробовой, М. Марамыгина, А. Селищева, В. Соколова.

Проблемами риска и доходности совершения сделок с деривативами занимались Д. Каплан, К. Коннолли, Т. Лофтон, Л. Макмиллан, Дж. Мэрфи, М. Томсетт, а также российские исследователи А. Балабушкин, О. Покровская, Л. Тропаревская, М. Чекулаев. В работах таких российских авторов, как А. Буренин, В. Галанов, Б. Рубцов, А. Селивановский, В. Уткин, раскрыты сущность и свойства деривативов, развитие срочного рынка в России и за рубежом. Вопросы регулирования рынка деривативов рассмотрены в работах В. Булатова,

¹ Среди основных теоретических работ российских авторов можно назвать: А.Н. Буренин: Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М.: НТО им. Вавилова, 2009; В.А. Галанов: Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы. – М.: Финансы и статистика, 2002; А.Б. Фельдман: Производные финансовые и товарные инструменты. М.: Экономика, 2008.

Г. Колесникова, П. Ланскова, Я. Миркина, В. Плескачевского, П. Соловьева, Г. Топузяна. Отдельные проблемы развития российского рынка деривативов наши свое отражение в работах А. Белинского, Е. Ивановой, С. Наумова, А. Потемкина.

Среди работ отечественных исследователей наиболее глубокий анализ теоретических и методологических основ функционирования рынка деривативов содержится в научных трудах А.Фельдмана. Особенно стоит отметить вклад ученого в исследование таких дискуссионных областей как функции и свойства деривативов. Вызывает интерес представленный им анализ структуры, математических моделей и проблем биржевой торговли деривативами. Заслуга А.Фельдмана заключается в том, что именно он впервые в российской практике задался изучением многих из указанных проблем рынка деривативов, в то время как большинство отечественных и зарубежных исследователей сконцентрировались на методических проблемах, в частности, на изучении эффективности конкретных механизмов совершения спекулятивных, арбитражных и хеджевых сделок с деривативами. Данные работы предназначены в основном для практикующих участников рынка и не ставят своей задачей исследовать фундаментальные теоретические проблемы рынка деривативов. Например, на сегодняшний день отсутствует научно-обоснованная государственная концепция развития российского рынка деривативов. Не решены вопросы определения и статуса деривативов: различные ветви и органы власти трактуют деривативы как срочные сделки, производные финансовые инструменты или ценные бумаги, следствием чего являются пробелы в сфере регулирования российского рынка деривативов.

Требуют разработки теоретические и методологические основы поведения отдельных участников торгов на рынке деривативов с точки зрения их вклада в процессы достижения и поддержания равновесия между кассовым и срочным рынками. В работах ряда российских и зарубежных ученых содержатся исследования процессов формирования макро-равновесия, однако практически отсутствуют описания моделей поведения отдельных участников рынка, которое уводит всю систему "спот рынок - рынок деривативов" от равновесного состояния. В то же время многочисленные финансовые кризисы XX и XXI столетия доказали, что рынку деривативов присуще свойство периодически терять равновесное состояние в результате активности отдельных крупных участников торгов, чье поведение на рынке деривативов связано с неопределенностью и риском. В этой связи особую значимость приобретают проблемы поддержания стабильного и поступательного развития рынка деривативов, что невозможно без внедрения в обращение новых инструментов. Однако и в отечественной, и в зарубежной литературе данные вопросы разработаны недостаточно.

На сегодняшний день в связи с мировым финансовым кризисом особую актуальность заслуживают вопросы регулирования рынка деривативов, особенно его внебиржевой составляющей. В сравнении с проблемами регулирования российского фондового рынка в целом, которые освещены в научной литературе достаточно полно, ряд аспектов регулирования рынка деривативов до сих пор

не нашел своего отражения в работах российских авторов. В частности, не решенным остается вопрос компетенции отдельных органов регулирования рынка.

Не менее остро стоят проблемы использования инсайдерской информации и манипулирования ценами на рынке деривативов. Данные недостатки российского финансового рынка основательно изучены в работах, посвященных рынку акций и облигаций, при этом не решенными остаются проблемы манипулирования ценами и использования инсайдерской информации на рынке деривативов, где указанные явления способны нанести значительно больший вред участникам торгов. Эти и другие пробелы в научном освещении проблем рынка деривативов подтверждают актуальность темы исследования и необходимость ее теоретического, методологического и практического развития, что предопределило цель, задачи и структуру работы.

Цель и задачи диссертационного исследования заключается в разработке концепции развития российского рынка деривативов, методологии и механизмов ее реализации и определении на этой основе практических рекомендаций для деятельности регулирующих органов, саморегулируемых организаций и профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Для достижения поставленной цели решались следующие задачи:

- раскрыть сущностное содержание деривативов как инструментов срочного рынка;
- выявить и исследовать основные свойства и функции деривативов, разработать их классификацию;
- изучить особенности участников торгов деривативами и уточнить их классификацию;
- исследовать структуру, механизмы обращения, ценообразование и выявить финансовые мотивы использования наиболее часто встречающихся деривативов;
- систематизировать существующие модели равновесия на рынке деривативов и кассовом рынке с целью оценки механизма достижения и степени устойчивости равновесного состояния;
- определить факторы, оказывающие наибольшее дестабилизирующее влияние на рынок деривативов, раскрыть его системные риски и определить возможные последствия их актуализации;
- обобщить и конкретизировать методологические основы технологий сделок с деривативами, дать их классификацию в зависимости от степени принимаемого риска;
- исследовать качественные аспекты и выявить ограничения и преимущества использования конкретных технологий сделок с деривативами в российских условиях;
- выделить основные этапы становления и тенденции развития мирового рынка деривативов, обусловившие трансформацию их роли в современных условиях;

- выявить специфику развития биржевого и внебиржевого сегментов мирового рынка деривативов;
- дать характеристику и определить особенности организации и функционирования российского рынка деривативов, отличающие его от зарубежных аналогов,
- разработать методологические подходы и механизмы регулирования российского рынка деривативов как сложной самоорганизующейся системы, обеспечивающие снижение системных рисков;
- разработать механизмы противодействия манипулированию ценами и использованию инсайдерской информации на российском рынке деривативов;
- предложить меры по повышению ликвидности и расширению спектра инструментов российского рынка деривативов.

Предметом исследования в диссертационной работе являются экономические отношения, возникающие между профессиональными участниками, регулирующими органами, саморегулируемыми организациями и участниками торгов мирового рынка деривативов.

Объект исследования - рынок деривативов, его инфраструктура, участники, инструменты, механизмы регулирования.

Теоретическую основу диссертационного исследования составили теория финансов, теория ценных бумаг, теория финансовых рынков и финансовых институтов в части теории рыночного равновесия, теории ценообразования на финансовые активы, теории принятия финансовых решений в условиях риска и неопределенности. В диссертационном исследовании использовались фундаментальные труды российских и зарубежных исследователей в области теории и практики организации финансовых рынков, финансового менеджмента и фундаментальные положения о развитии рыночной экономики. Также в работе использовались методологические и прикладные разработки специалистов и профессиональных участников рынка ценных бумаг и регулирующих органов по проблемам функционирования и регулирования российского рынка деривативов. Среди них особое место занимают работы, выполненные экспертами Российской торговой системы, Московской межбанковской валютной биржи, Федеральной службы по финансовым рынкам и Центрального Банка России.

Методологической базой диссертации являются диалектический, исторический и системный подходы, позволяющие исследовать проблему в целом и отдельные ее вопросы в динамике, взаимосвязи и взаимообусловленности. В рамках системного подхода в диссертационном исследовании использовались методы сравнительного, логического, функционально-структурного, финансового анализа, а также имитационного и графического моделирования изучаемых процессов. Также применялись различные приемы и методы статистико-математического анализа: группировка, сравнение, расчет финансовых коэффициентов. Были задействованы статистические методы, в частности корреляционный анализ и анализ динамических рядов, что позволило выявить взаимозависимости, построить систему оценки состояния рынка деривативов и оценить эффективность его функционирования и регулирования.

Информационной базой диссертационного исследования послужили законодательные и нормативные акты, регулирующие процессы формирования и обращения деривативов в России и за рубежом, материалы Федеральной службы по финансовым рынкам, Национальной ассоциации участников фондового рынка, Комитета по собственности Государственной Думы Российской Федерации, данные Министерства финансов, Центрального банка Российской Федерации и Банка международных расчетов. При написании работы использовались научно-практические публикации в периодических изданиях и размещенные в сети Интернет, а также экспертные мнения представителей крупнейших профессиональных участников рынка ценных бумаг Саратовской области.

Научная новизна в целом состоит в разработке авторской концепции функционирования и развития российского рынка деривативов, позволяющей определить методологические принципы и методы взаимодействия регулирующих органов, профессиональных участников и саморегулируемых организаций и на ее основе выработать конкретные механизмы повышения эффективности российского рынка деривативов.

Основные научные результаты и их новизна состоят в следующем:

1. Комплексно раскрыты теоретические основы деривативов как вида ценных бумаг, в частности:

- в результате критического анализа существующих теоретических подходов, зарубежного и российского законодательства, а также обычаев делового оборота дана оценка правомочности использования терминов "срочная сделка", "производный финансовый инструмент" и "дериватив" и доказана необходимость отказа от первых двух дефиниций в пользу термина "дериватив";

- предложена авторская трактовка понятия "дериватив" как ценной бумаги, стоимость которой меняется в соответствии с изменением цены некоторого базового актива, для приобретения которой необходимы лишь небольшие первоначальные вложения и окончательные расчеты по которой осуществляются в будущем;

- уточнены свойства деривативов, которые дополнены свойством повышенного риска совершения операций, являющегося следствием использования участниками торгов финансового рычага; в результате невыполнения свойства производности из группы деривативов предложено исключить сделки РЕПО и свопы;

- систематизированы, уточнены и ранжированы функции деривативов, среди которых автор дополнительно выделяет информационную, интегрирующую функции, функцию облегчения территориального и нетипичного перемещения капитала, повышения ликвидности, обеспечения оптимального соотношения между риском и доходностью портфеля и функцию создания новых видов деривативов;

- на основе анализа существующих классификаций деривативов и выявления их недостатков предложен и обоснован авторский вариант классификации в соответствии с критериями сложности конструкции и происхождения инструмента.

2. Сведены в единый комплекс и дополнены методологические основы (субъекты, объекты, структура, ценообразование) функционирования рынка деривативов:

- уточнена и дополнена классификация участников рынка деривативов, в частности, доказывается, что в основе деления всех участников рынка деривативов на спекулянтов, хеджеров и арбитражеров лежат критерии степени принимаемого риска и величины ожидаемого дохода; предложена авторская трактовка каждого вида участников рынка деривативов;

- систематизированы модели ценообразования деривативов и дана развернутая, содержательная и поэлементная характеристика механизмов формирования доходов участников сделок с деривативами;

- осуществлен критический анализ существующих моделей взаимодействия срочного и кассового рынков, выявлены их недостатки, главными из которых являются игнорирование влияния неопределенности и системного подхода при совместном анализе функционирования данных рынков;

- сделан вывод о том, что причиной неопределенности на рынке деривативов является его повышенная волатильность, обусловленная, в частности, использованием спекулянтами финансового рычага для повышения нормы прибыли; доказано, что в условиях неопределенности в некоторых случаях внешние возмущающие воздействия не могут быть скомпенсированы активностью основных участников торгов, в результате чего рыночное равновесие теряет устойчивость;

- доказано, что рынок деривативов является открытой самоорганизуемой системой, выявлены системные риски данного рынка (дестабилизирующее влияние на мировую финансовую систему, риски искажения финансовой отчетности, риски расчетных систем и риски ликвидности) и сделан вывод о необходимости системного регулирования рынка деривативов.

3. Систематизированы, уточнены и дополнены методические основы использования деривативов в качестве инструментов управления финансовыми рисками:

- дана оценка существующим вариантам классификаций технологий сделок с деривативами и предложена авторская классификация на основе двух критериев - отношения участника торгов к риску и вида дериватива; в соответствии с указанными критериями выделены спекулятивные, арбитражные и хеджевые технологии;

- исследованы качественные аспекты и выявлены ограничения спекулятивных технологий сделок с деривативами на российском рынке, а именно: доказана нецелесообразность покупки и продажи дальних фьючерсов и опционов и совершения сделок с опционами, имеющими отдаленные цены исполнения; выявлено и обосновано отсутствие разницы в поведении опционов пут и колл при соразмерных колебаниях цен базовых активов на российском рынке деривативов;

- осуществлена оценка арбитражных технологий сделок с деривативами с точки зрения риска и доходности; выявлены ограничения арбитражных техно-

логий в условиях неразвитости российского фондового рынка; выдвинуты и апробированы предложения по повышению эффективности арбитражных технологий, а именно: доказана низкая эффективность формирования технологий бэк-спрэд и рейтно-спрэд; обоснована возможность совершения арбитражных технологий только с ближними фьючерсами, а также высокая эффективность технологии "горизонтальный спрэд" при использовании опционов с ближайшими и самыми дальними сроками обращения;

- исследованы качественные аспекты хеджевых технологий сделок с деривативами, выявлены риски и ограничения совершения хеджевых сделок в условиях неразвитости российского фондового рынка; определены условия повышения эффективности технологий хеджирования: доказано, что в российских условиях для хеджирования позиций на реальном рынке необходимо покупать опционы пут или колл с ближайшими ценами исполнения; обосновано, что для большей эффективности технологии "защита колла надписанием" необходимо продавать опционы с большой внутренней стоимостью.

4. Определены тенденции развития мирового рынка деривативов в условиях усиления процессов глобализации и интеграции мировой экономики; выявлены особенности организации и функционирования российского рынка деривативов в контексте общемировых тенденций:

- предложена и обоснована этапизация формирования и развития мирового рынка деривативов; доказано, что в условиях процесса глобализации мировой экономики происходит трансформация роли деривативов как инструмента хеджирования риска, в результате которой первостепенное значение приобретает функция извлечения сверхприбыли за счет принятия экстремально высокого риска;

- раскрыты и классифицированы основные тенденции мирового рынка деривативов: инфраструктурные (усиление активности на внебиржевом рынке деривативов, коммерциализация, автоматизация, консолидация и универсализация срочных бирж) и структурные (рост интереса к рынку деривативов в целом, увеличение доли дефолтных деривативов и деривативов на процентные ставки в общем объеме сделок с деривативами, а также включение внебиржевых деривативов в биржевую торговлю);

- выявлены особенности организации и функционирования российского рынка деривативов: наличие единственной ликвидной срочной биржи - Российской торговой системы (РТС), несовершенная система управления рисками бирж (незначительный объем гарантийного фонда биржи, несовершенная процедура закрытия дефолтных позиций, низкие требования к надежности участников клиринга) и доминирующая роль спекулянтов;

- предложены рекомендации по повышению эффективности организации и функционирования российского рынка деривативов, в том числе: доказана необходимость объединения РТС и Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ); разработан механизм управления рисками срочных бирж, (привязка значения гарантийного фонда срочной биржи к показателю объема биржевых сделок с деривативами, увеличение размера гарантийного обеспечения по бир-

жевым деривативам, расширение разрешенных ценовых диапазонов до 20-25 %, ужесточение финансовых требований к принимаемым в клиринговые члены новым участникам торгов в отношении размера собственных средств, периода прибыльной деятельности и др.); в целях стимулирования активности хеджеров предложено отменить существующий порядок налогообложения хеджерских сделок;

5. Определены методологические и организационные подходы, сформулированы стратегические направления и механизмы формирования эффективной системы регулирования российского рынка деривативов:

- дана оценка существующей в России четырехуровневой системы регулирования рынка деривативов (федеральное законодательство, государственные регуляторы, срочные биржи и саморегулируемые организации) и сделан вывод о том, что она не удовлетворяет требованиям системного подхода, под которым понимается адекватный объем регулирования и ответственности на всех уровнях регулирования и отсутствие пересечений и противоречий в функциях разных уровней регулирования;

- разработаны меры по повышению эффективности системы регулирования российского рынка деривативов: доказана необходимость внедрения пятого, надведомственного уровня регулирования и определены принципы его работы, функции, объект регулирования; предложено изменить полномочия и принципы организации Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), в сферу ответственности которой предложено включить функции сбора первичной отчетности со стороны профессиональных участников фондового рынка относительно их деятельности на рынке деривативов, процедуры появления новых деривативов и надзора за биржевым товарным рынком; повысить роль саморегулируемых организаций (СРО) в процессах по регулированию российского рынка деривативов (закрепить за СРО функции экспертного заключения в отношении необходимости и своевременности появления на рынке новых деривативов, передать часть функций по мониторингу и пресечению инсайдерских сделок и сделок, преследующих цель манипулирования ценами, а также наказанию недобросовестных участников рынка, использующих инсайдерскую информацию);

- разработан механизм борьбы с распространением инсайдерской информации и манипулированием ценами на российском рынке деривативов, включающий ужесточение наказания за использование инсайдерской информации и манипулирование ценами, отказ от закрытого списка способов противоправных действий на рынке ценных бумаг, постоянный мониторинг подозрительных сделок с последующим раскрытием информации о контрагентах таких сделок, изменение регламентации деятельности маркетмейкеров и установление ограничения на максимальную и минимальную цены сделок с деривативами в течение одной торговой сессии;

- предложена двухуровневая система управления ликвидностью российского рынка деривативов, включающая ФСФР и СРО; выделены основные направления работы государственных регуляторов (снятие ограничений на участие в

торгах деривативами отдельных категорий инвесторов, мониторинг и донесение до участников рынка информации о текущем состоянии торгов, сбор информации о методах повышения ликвидности на зарубежных биржах и обсуждение этой информации с ключевыми участниками торгов, продвижение идей срочного рынка посредством обучающих мероприятий, работа над привлечением иностранных участников торгов и вынесение на обсуждение законопроектов, касающихся появления и развития новых деривативов);

- определены направления работы срочных бирж по повышению ликвидности российского рынка деривативов: принципиальное изменение отношений бирж с маркетмейкерами (компенсация убытков маркетмейкера со стороны срочных бирж в виде бесплатных рекламных мероприятий, широкого освещения деятельности профессионального участника в биржевых вестниках, проведения обучающих семинаров на базе срочной биржи с бесплатным участием представителей маркетмейкеров, а также превышения лимита открытых позиций маркетмейкера), сужение ограничений на максимально допустимое отклонение цены следующей сделки от цены предыдущей сделки, внесение соответствий между параметрами остановки торгов на рынке базового актива и рынке деривативов и внедрение системы мгновенной переброски денежных средств с рынка базового актива на рынок деривативов.

Теоретическая и практическая значимость работы заключается в том, что разработанная автором концепция функционирования и регулирования российского рынка деривативов развивает теорию финансов в части теории ценных бумаг и теории финансовых рынков и финансовых институтов. Авторские теоретические положения доведены до конкретных методических и практических разработок и рекомендаций, имеющих важное народнохозяйственное значение - обеспечение выполнения рынком деривативов функции страхования рисков неблагоприятного изменения рыночной цены базовых активов.

Авторская концепция регулирования рынка деривативов является основой для построения эффективной системы взаимоотношений между профессиональными участниками рынка ценных бумаг, регулирующими органами, саморегулируемыми организациями и участниками торгов деривативами. Данная система обеспечивает повышение эффективности функционирования рынка деривативов за счет более эффективного выполнения им своих задач.

Разработанные в диссертации научные положения и практические рекомендации могут быть использованы:

- Федеральной службой по финансовым рынкам при выполнении надзорной и контрольной функций за развитием российского рынка деривативов,
- саморегулируемыми организациями при формировании предложений по изменениям федерального законодательства в области рынка деривативов,
- организаторами торгов деривативами при разработке новых инструментов и правил обращения деривативов,
- органами законодательной власти при разработке правового поля обращения деривативов,

- предприятиями реального сектора экономики при формировании технологий страхования рисков неблагоприятного изменения рыночных цен производимых, экспортируемых и импортируемых товаров,

- в учебных программах при изучении курсов "Рынок ценных бумаг", "Финансовые рынки и финансовые институты", "Финансовый менеджмент", "Инвестиции".

Апробация результатов исследования. Основные результаты исследования использованы в докладах на международных конференциях (г. Шахты, 2009г.), на всероссийских конференциях (г.Саратов, 2003 г, 2007г., 2009 г.; г. Ижевск, 2008г.;), на региональных конференциях (г. Саратов, 2009 г.), на межвузовских научно-практических конференциях (г.Саратов, 2004 г.)

Наиболее существенные положения и результаты исследования нашли свое отражение в публикациях автора общим объемом 39,319 п.л.

Предлагаемые автором практические рекомендации по формированию конкретных технологий совершения сделок с деривативами нашли применение в деятельности инвестиционных компаний "Доходный Дом Инвестора", "Солид", "Юнити-Траст", "Финам" и "БрокерКредитСервис".

Основные теоретические разработки используются в учебных программах кафедры финансов Саратовского государственного социально-экономического университета по следующим дисциплинам: "Финансовый менеджмент", "Инвестиции", "Иностранные инвестиции", "Рынок ценных бумаг", "Рынок ценных бумаг зарубежных стран".

Объем и структура работы. Цель и задачи исследования определили структуру диссертационной работы. Диссертация состоит из введения, пяти глав и заключения. Список использованной литературы содержит 238 источников, В работе представлено 3 приложения, 37 рисунков, и 13 таблиц.

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Проведенное диссертационное исследование, а также основные идеи, выводы и рекомендации, выносимые на защиту, условно разделены на пять логически взаимосвязанных групп теоретических, методологических и организационно-прикладных проблем.

В первую группу входят проблемы, связанные с теоретическим анализом деривативов как вида ценных бумаг.

Критический анализ существующих взглядов на деривативы позволил сделать вывод о том, что в мировой практике до сих пор не выработано единого подхода к пониманию сущности данного инструмента финансового рынка. В частности, законодательства разных стран предлагают относить к деривативам и особые виды сделок, и вид договоров, и особые виды ценных бумаг. В российском законодательстве не только нечетко отражена сущность деривативов, но и отсутствует даже общепринятый термин для обозначения инструментов срочного рынка. Следствием отсутствия общепризнанного понятия и определения являются пробелы в сферах развития и регулирования российского рынка

деривативов. Например, нерешенными остаются вопросы отнесения деривативов к тому или иному субъекту регулирования, налогообложения реальных поставок базовых активов, порядка внедрения в обращение новых инструментов.

В результате глубокого анализа существующих теоретических подходов, обычаев делового оборота и законодательств стран, чье финансовое право наиболее приближено к российскому, автор пришел к выводу о необходимости отказа от часто встречающихся терминов "срочная сделка" и "производный финансовый инструмент" и сделал выбор в пользу термина "дериватив" для обозначения данной группы инструментов. Это обусловлено:

- некорректностью использования термина "срочная сделка" ввиду того, что, во-первых, не все срочные сделки обладают свойствами производности (например, свопы, сделки РЕПО), во-вторых, данный термин отсутствует в законодательстве целого ряда европейских стран;

- сложностью использования термина "производные финансовые инструменты", который требует дополнительного уточнения понятия "финансовый инструмент", отсутствующего в российском законодательстве;

- лаконичностью термина "дериватив" и его распространенностью в российской деловой практике;

- использованием термина "дериватив" (derivative) в англоязычной научной литературе и законодательстве, а также в наиболее близком к российскому германском праве.

Под деривативом в работе предложено понимать ценную бумагу, стоимость которой меняется в соответствии с изменением цены некоторого базового актива, для приобретения которой необходимы лишь небольшие первоначальные вложения и окончательные расчеты по которой осуществляются в будущем. Данное определение позволяет устранить большинство недостатков и недоработок теоретических исследований и российского законодательства в этой сфере. Его научная ценность состоит в том, что, во-первых, за деривативами однозначно признается статус ценных бумаг. Автор доказывает, что деривативы - это ценные бумаги, поскольку они обладают всеми важнейшими свойствами ценных бумаг: обращаемость, серийность, доступность для гражданского оборота, регулируемость и признание государством. Поправка в федеральное законодательство о придании деривативам статуса ценных бумаг приведет к однозначному определению регулятора, в то время как сейчас российский рынок деривативов является объектом регулирования со стороны многочисленных органов, регулирующие функции которых пересекаются, а нередко и противоречат друг другу. Например, открытым остается вопрос о субъекте регулирования валютных деривативов, где пересекаются компетенции Центрального банка Российской Федерации и Федеральной службы по финансовым рынкам. Регулирование деятельности участников рынка деривативов является предметом спора между Федеральной службой по финансовым рынкам и саморегулируемыми организациями.

Кроме того, следствием статуса ценных бумаг станет отсутствие ограничений на обращаемость деривативов на организованных и биржевых и внебирже-

вых рынках, а также использование инфраструктуры, способствующей повышению ликвидности, прозрачности и развитию рынка деривативов.

Во-вторых, предлагаемое определение подразумевает открытый перечень базовых активов (т.е. не указаны конкретные активы, которые могут быть в основе деривативов). Это решает проблему отнесения к деривативам распространенных сегодня инструментов с такими базовыми активами как процентные ставки, индексы цен, кредитные ресурсы, экономические данные и др., определения которых отсутствуют в российском законодательстве. Таким образом, удалось избежать порочной практики определения термина через другие термины, которые, в свою очередь, сами нуждаются в определении. Открытый перечень базовых активов означает значительное расширение возможностей рынка деривативов и направлений его развития.

В-третьих, предлагаемое определение учитывает все свойства деривативов, которые автор считает ключевыми - срочность, производность и повышенный риск.

Исследованию свойств деривативов в работе уделено особое внимание в силу дискуссионности этого вопроса. Большинство авторов в качестве важнейших свойств деривативов называют производность, которая представляет собой зависимость финансового результата сделки от динамики рыночной цены базового актива, и срочность, которая основана на протяженности во времени исполнения сделки и расчетов по ней, что лежит в основе разделения реального (спот) и срочного рынков. А.Б. Фельдман выделяет единство самостоятельных свойств срочности и производности, которое (единство) и создает деривативы. Однако некоторые авторы (В.А. Галанов) выступают против выделения срочности как свойства производных, полагая, что включение срочности в ключевые характеристики деривативов ограничивает спектр этого вида инструментов. На наш взгляд, как производность, так и срочность являются важнейшими свойствами деривативов. Если какая-то из этих характеристик отсутствует, то такие инструменты не могут быть отнесены к деривативам. Так, по причине отсутствия свойства производности автор считает некорректным отнесение сделок РЕПО и СВОП к деривативам.

Помимо срочности и производности одним из ключевых свойств деривативов автор считает повышенный риск инвестиций в эти финансовые инструменты. Данное свойство не упоминается ни в одном рассмотренном нами источнике, что значительно искажает представление о прикладных характеристиках данного инструмента. Как следует из предложенного выше определения деривативов, повышенный риск совершения сделок с этими инструментами является следствием того, что для их приобретения необходимы незначительные (по сравнению с ценой самого дериватива) первоначальные вложения (использование финансового рычага или кредитного плеча).

Следующим этапом теоретического анализа деривативов является исследование функций данного инструмента срочного рынка. Несмотря на то, что еще Дж. Кейнс предпринял попытку выделить функции деривативов, до сих пор остаются нерешенными проблемы их спектра и иерархии. Критический анализ ра-

бот российских и зарубежных исследователей показывает, что в качестве функций обычно выделяют функции хеджирования и извлечения спекулятивной прибыли. Особо стоит отметить, что функция хеджирования (защита хозяйственных операций от финансовых рисков) является исключительной, так как ее выполнение не обеспечивается другими инструментами, например основными (не производными) ценными бумагами. Спекулятивная функция выражается в том, что деривативы позволяют спекулянтам открывать позиции, объем которых в десятки и даже сотни раз превышает размер средств участников торгов. Наряду с названными автор дополнительно выделяет следующие функции деривативов:

- информационную, которая заключается в том, что деривативы определяют рыночную цену базовых активов;

- интегрирующую, которая присуща деривативам в силу того, что в качестве базовых активов могут выступать и финансовые (процентные ставки, индексы, экономические данные) и реальные активы (товары, акции), что предполагает возможность хеджирования широкого спектра социальных и технологических рисков глобальной экономики. Перераспределение капитала с реальных рынков на срочный и наоборот способствует их интеграции;

- облегчения территориального и нетипичного перемещения капитала; деривативы облегчают географическое перемещение капитала, например, при его перетоке на более ликвидные, развитые и прибыльные рынки. Также деривативы могут быть использованы при страховании и перестраховании (дефолтные свопы), осуществляемом за пределами страны страховщика или на смежных рынках;

- повышения ликвидности и эффективности финансового рынка, что обеспечивается, в первую очередь, деятельностью спекулянтов, покупающих активы для перепродажи, и арбитражеров, чья цель состоит в извлечении прибыли за счет временных рыночных несоответствий;

- обеспечения оптимального соотношения между риском и доходностью портфеля, поскольку включение в инвестиционный портфель деривативов позволяет хеджировать риск сильных неблагоприятных колебаний рыночных цен базовых активов;

- функцию создания новых видов деривативов; ежегодно на срочном рынке возникает множество сложных фьючерсных и опционных стратегий, которые, доказав свою эффективность на рынке, превращаются в самостоятельный гибридный дериватив.

В диссертации приводится обоснование того, что первостепенное значение принадлежит функциям страхования финансовых рисков и совершения высоко-спекулятивных сделок. При этом доказывается отсутствие противоречия между первой и второй функцией: в зависимости от отношения к риску участники торгов деривативами имеют возможность как минимизировать риск, так и принимать его на себя ради получения высокой нормы прибыли.

Бурное развитие индустрии деривативов привело к формированию большого количества новых инструментов. В настоящее время в качестве базиса дерив-

вативов используется огромное множество активов, в том числе ценные бумаги, товары, процентные ставки, биржевые индексы, макроэкономические данные, определенные события (например, дефолт, неурожайный год и пр.) и даже погодные факторы (например - засуха, сезоны дождей и пр.). Количество видов опционов на ценные бумаги только на одной Чикагской бирже опционов составляет около 1600. Внебиржевые деривативы вовсе не поддаются количественной оценке. В этой связи особую актуальность приобретает проблема классификации деривативов. В работе предложен авторский вариант критериев выделения групп деривативов из всего их многообразия (табл. 1). Предложенная классификация деривативов обладает следующими преимуществами по сравнению с рассмотренными в работе аналогами:

1) открытый список деривативов, позволяющий отнести к одной из предложенных групп новые деривативы, что делает данную классификацию открытой для новых инструментов;

2) оптимальные критерии для классификации - сложность конструкции и происхождение инструмента. Автор отказался от использования базиса инструмента и критерия обращаемости на биржевых площадках как основы для классификации, поскольку использование базиса делает другие системы громоздкими и наносит вред структурности, а обращаемость на биржевых площадках не может служить критерием классификации деривативов, поскольку в настоящее время все больше внебиржевых деривативов получают доступ к обращению на биржах;

3) емкость, поскольку предложенная классификация, несмотря на лаконичность и четкость, является достаточно емкой и включает самые используемые на сегодняшний день деривативы;

4) соответствие требованиям авторского определения деривативов, что не позволило включить в классификацию свопы (кроме дефолтного) и сделки РЕПО;

5) простота и понятность, что является следствием всех вышеизложенных преимуществ.

Таблица 1. Классификация видов деривативов

Опционы			Фьючерсы		Иные
Вид права			Способ расчетов		
Колл	Пут		Расчетные	Поставочные	Форварды, депозитарные расписки
Временной период			Вид актива		
Американский	Европейский	Азиатский	Процентные		Облигации катастроф, дефолтные свопы, погодные деривативы, гибридные и экзотические деривативы и пр.
Права-обязанности			Индексные		
Необращающиеся		Обращающиеся	Товарные		
Подход участников торгов к определению цен			На ценные бумаги		
Классические		Экзотические	На денежные активы		

Вторая группа проблем, исследуемых в диссертации, связана с методологическими основами функционирования рынка деривативов, которые были раскрыты и сведены в единый комплекс.

При исследовании методологических основ функционирования рынка деривативов ключевое значение имеет характеристика его участников. При анализе функций деривативов был сделан вывод о том, что первостепенное значение занимают две из них – это функция управления рисками и спекулятивная функция. Соответственно можно выделить две крупнейшие группы участников рынка деривативов – хеджеры и спекулянты. Данные группы участников упоминаются почти во всех работах, посвященных рынку деривативов. Однако определения хеджеров и спекулянтов, содержащиеся в этих работах, нуждаются в уточнении, так как не позволяют провести четкие границы между той и другой группой участников рынка деривативов. Мы исходим из того, что в основе специфики деятельности различных групп участников рынка лежит чувствительность к риску и ожидаемая доходность. Хеджеры перекладывают риск неблагоприятной рыночной конъюнктуры на другое лицо, понеся при этом небольшие расходы. Спекулянты, наоборот, принимают на себя риск (иногда неограниченный) с целью получить значительное вознаграждение в случае благоприятной ценовой динамики.

В качестве одной из функций деривативов была выделена и функция облегчения территориального и нетипичного перемещения капитала. С помощью рынка деривативов можно оперативно реагировать на временные рыночные несоответствия на отдельных сегментах финансового рынка и получать доход за счет низкорисковых операций. Таким образом, под арбитражерами понимаются те участники сделок с деривативами, которые используют временные рыночные несоответствия для получения небольшого, но высоковероятного дохода.

Представленная классификация участников рынка деривативов основана на критерии чувствительности к риску, что позволяет решить следующие задачи:

1) определить цель, которую ставит перед собой тот или иной участник рынка деривативов (извлечение спекулятивной, арбитражной прибыли или управление риском),

2) осуществить четкое сегментирование участников рынка на три группы – спекулянты, арбитражеры и хеджеры,

3) определить степень потенциальных рисков и потенциальной доходности участников рынка,

4) определить влияние каждой группы на качественные и количественные характеристики рынка деривативов.

В дальнейшем данная классификация использована при построении модели функционирования срочного рынка, а также при анализе механизма трансформации деривативов из инструмента управления риском в инструмент получения сверхприбыли.

Следующим этапом проводимого исследования стало раскрытие структуры, механизмов обращения и выявление финансовых мотивов использования наиболее часто встречающихся деривативов – форвардов, фьючерсов и опционов.

Анализ процессов ценообразования на данные инструменты позволил сделать вывод о том, что в условиях неразвитости российского срочного рынка операции с деривативами имеют свои ограничения и риски:

1) высокий риск совершения операций с большим финансовым рычагом. На российском рынке деривативов соотношение собственных и заемных средств (величина финансового рычага) достигает отметки 1 к 20. Таким образом, движение цены против позиции участника торгов на 5% (что довольно часто имеет место на российском рынке ввиду высокой волатильности базовых активов) приводит к полной потере его средств;

2) ограничения колебаний цен и изменений уровня минимальной маржи. Суть данного риска кроется в том, что при сильных ценовых колебаниях срочные биржи приостанавливают торги деривативами на определенное время. За этот период цены базовых активов могут измениться в неблагоприятном для участника сделки с деривативом направлении. Кроме того, срочные биржи вправе значительно (в разы) повышать требуемые уровни гарантийного обеспечения, в результате чего участники торгов сталкиваются с вынужденной необходимостью за короткий период времени изыскать дополнительные денежные средства или закрыть позиции;

3) низкая ликвидность фьючерсных контрактов. Автор показал, что ликвидными фьючерсными контрактами являются менее 10 инструментов, что существенно ограничивает возможности российских участников рынка деривативов;

4) узкий спектр торгуемых на фьючерсном рынке России инструментов, в результате чего представители реального сектора экономики лишены возможности хеджировать свои риски с помощью срочного рынка;

5) отсутствие возможности заключать инвестиционные сделки, ввиду невысоких сроков (от месяца до шести месяцев) существования ликвидных инструментов;

6) позиционный лимит, означающий запрет со стороны срочных бирж на открытие крупной позиции каждым отдельным участником торгов.

Анализ поведения отдельных участников рынка деривативов является основой исследования их совместного влияния на процессы установления равновесия между кассовым и срочным рынками. Из всех существующих вариантов моделей равновесия наиболее релевантной является модель, предложенная И. Дарушиным², которая доказывает присутствие совместного влияния между срочным и кассовым рынками, наличие прямой зависимости между срочной и кассовой ценами, а также устойчивость рыночного равновесия к экзогенным факторам. Однако данная модель не учитывает такого важного фактора, как неопределенность, в условиях которой действуют участники реального и срочного рынков. Распространение модели на случай неопределенности позволяет глубже понять сущность эффективного сочетания ожиданий и планов экономических агентов. Кроме того, в работе доказывается, что выводы модели И. Дарушина

² См.: Дарушин И. Теоретические основы функционирования срочного рынка и его социально-экономическая роль // Рынок ценных бумаг. 2003. № 4.

нарушаются в случае применения системного подхода к анализу рынка деривативов, в рамках которого этот рынок рассматривается как сложная открытая самоорганизуемая система, находящаяся в постоянном развитии и характеризующаяся существованием критических уровней, где система имеет более одного положения равновесия. При преодолении критических уровней (точек бифуркации) даже незначительное изменение одного или нескольких входных параметров может привести к резкой смене состояний системы. По мнению автора:

1) рынок деривативов как сложная самоорганизуемая система может находиться в состоянии неустойчивости, однако это свойство не обеспечивает системе способность возвращаться к исходному состоянию, даже после прекращения действия внешних возмущающих факторов;

2) без должного регулирования рынок деривативов будет развиваться в том направлении, которое обеспечит ему наименьшее сопротивление со стороны внешней среды;

3) рынку деривативов нельзя навязывать не свойственные ему формы организации; определив направление развития системы, регулятор должен согласовывать свои воздействия на систему с ее собственными тенденциями, но не увеличивать силу своего воздействия с целью добиться нужного результата.

Возмущающие факторы лишь до определенной меры оказывают на рынок деривативов обратимое влияние. При сильном и продолжительном воздействии возмущающих факторов поведение арбитражеров, хеджеров и спекулянтов принимает контрпродуктивный рыночному равновесию вид. Например, при обвальном характере снижения цен на рынке деривативов даже очень значительная величина бэквардейшн (цены на срочном рынке ниже, чем цены на рынке соответствующего базового актива) не способна заставить участников торгов покупать фьючерсы и двигать тем самым кривую спроса вверх. При этом большой финансовый рычаг приводит к тому, что часть длинных позиций спекулянтов подлежит принудительному закрытию, в результате чего величина бэквардейшн только увеличивается. Падение цен на рынке деривативов при одновременной стабилизации или даже росте цен на кассовом рынке (где величина финансового рычага меньше в разы) теоретически может продолжаться до момента достижения ценами нулевой отметки, так как вынужденные продажи, осуществляемые биржевыми посредниками, приводят к новому снижению цен и, следовательно, новому витку принудительных продаж. На практике неконтролируемое падение цен на рынке деривативов останавливается только после вмешательства регулирующих органов, которые либо приостанавливают торги и дают возможность участникам рынка довести наличные денежные средства в целях увеличения уровня маржи, либо осуществляют прямые интервенции, скупая деривативы и поддерживая тем самым выбранный ценовой уровень.

В работе продемонстрировано, каким образом поведение отдельных участников торгов оказывает негативное влияние на формирование равновесия между кассовым и срочным рынками. Сталкиваясь с уникальной неопределенностью, которая не подлежит объективной оценке с помощью показателей волатильности и логнормального распределения, участники рынка деривативов вы-

зывают самоусиливающийся и самоподдерживаемый тренд, уводящий систему от состояния равновесия. В результате актуализируются системные риски рынка деривативов. Среди таких рисков автором были выделены и проанализированы следующие:

- риски дестабилизирующего влияния на мировую финансовую систему, которые являются следствием того, что участники рынка деривативов имеют возможность совершать операции на суммы, значительно превышающие размеры их торговых счетов и даже собственных средств;

- риски искажения финансовой отчетности, заключающиеся в том, что деривативы позволяют корректировать финансовую отчетность компаний с целью манипулирования рыночными ценами их акций, обращающихся на биржевых рынках;

- риски расчетных систем и ликвидности, заключающиеся в том, что в случае экстремально высокой ценовой волатильности даже самая надежная расчетная система оказывается не в состоянии обеспечить исполнение обязательств участников торгов друг перед другом.

Таким образом, при изменении внешней среды рынок деривативов не всегда способен вернуться в изначальное равновесное состояние, что подтверждается поведением реальных финансовых рынков в период мирового финансового кризиса 2008-2009 годов. Проведенный анализ рисков говорит о необходимости жесткого регулирования рынка деривативов, основанного на системном подходе.

Третья группа проблем, поднимаемых в диссертации, охватывает методические основы использования деривативов в качестве инструментов управления финансовыми рисками и доходностью.

В диссертации проведено детальное исследование работ отечественных и зарубежных авторов и предложена авторская классификация многообразных технологий сделок с деривативами, используемых участниками рынка в ходе своей инвестиционной деятельности с целью получения спекулятивной прибыли, ограничения риска или его полной нейтрализации. По нашему мнению, наиболее важным критерием классификации сделок с деривативами является степень принимаемого риска, в соответствии с которым в работе были выделены спекулятивные, арбитражные и хеджевые технологии сделок с деривативами (рис.1). Предложенная классификация имеет ряд преимуществ.

1. В основе авторской классификации лежит отношение участников торгов к риску; следовательно, четко прослеживается задача каждой технологии – принятие риска на себя, избавление от риска или его минимизация.

2. Данная классификация не нагромождена, она имеет четкие критерии – отношение к риску и виды деривативов.

3. Представленная классификация позволяет каждой группе технологий операций с деривативами присвоить свою степень потенциального риска и доходности. Спекулятивные технологии имеют неограниченный риск, арбитражные и хеджевые – ограниченный. Причем при составлении классификации был сделан акцент на величину принимаемого риска. Данные градации имеют и

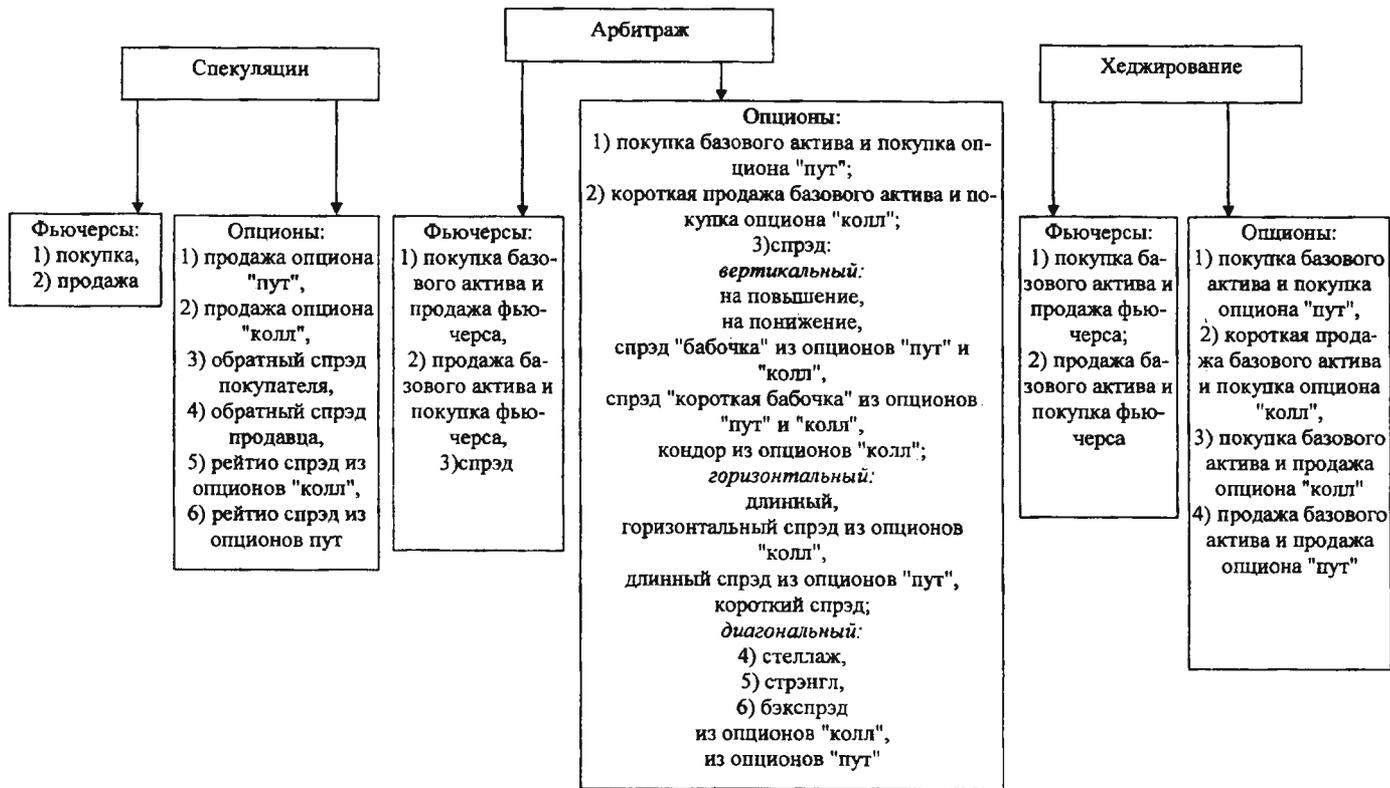


Рис.1. Классификация деривативных технологий

практический смысл, например, при разработке инвестиционных стратегий коллективных и индивидуальных доверительных управляющих.

4. Данная классификация деривативных технологий является открытой. При классификации видов деривативов уже был сделан акцент на том, что закрытый список инструментов порочен по той причине, что ежегодно появляется множество новых видов этих инструментов. Прогресс в разнообразии касается не только видов деривативов, но и видов технологий с ними. В зависимости от степени принимаемого риска любая новая технология может быть с легкостью отнесена к тому или иному виду технологий в нашей классификации.

Помимо классификации технологий сделок с деривативами в работе разработаны методические рекомендации по применению данных технологий с учетом рассмотренной ранее специфики российского рынка деривативов. При этом были использованы практические рекомендации представителей крупнейших инвестиционных компаний Саратовской области. Анализ результатов опроса, проведенного среди профессиональных участников рынка ценных бумаг, позволил выделить и систематизировать ограничения в поведении российских участников рынка деривативов, связанные с его неразвитостью и низкой ликвидностью, а именно:

1) отказ от покупки и продажи фьючерсов и опционов, имеющих отдаленные цены исполнения. В работе доказано, что низкая ликвидность российского рынка деривативов накладывает ограничения на использование данных технологий ввиду значительных ценовых спрэдов;

2) при соразмерных колебаниях цен базовых активов на российском рынке деривативов, отсутствует разница в поведении опционов пут и колл, из чего следует, что опционы пут будут сохранять временную стоимость также долго, как и опционы колл. Полученный вывод противоречит общепринятой точке зрения на то, что спекулятивная продажа опциона пут более выгодна, чем продажа опциона колл;

3) на российском рынке деривативов экономически нецелесообразно формировать технологии бэк-спрэд и реитно-спрэд. Данные технологии предполагают совершение сделок с опционами, имеющими отдаленные во времени цены исполнения, однако низкая ликвидность российского рынка деривативов не позволит совершить сделку с такими опционами без ощутимых потерь за счет большого ценового спреда;

4) арбитражные технологии в условиях российского рынка возможны лишь с ближними фьючерсами, до истечения которых остается 3 месяца, так как ликвидность инструментов с более отдаленными сроками исполнения не позволит совершить сделку без значительных потерь за счет спреда;

5) технология "горизонтальный спрэд" осуществима, с одной стороны, лишь с ближними опционами, до истечения которых остается не более 10 дней, а с другой – более дальними опционами, в период минимум через 15 дней после начала их обращения. В диссертации доказано, что в первые 15 дней обращения опциона низкая ликвидность не позволит арбитражеру сформировать технологию спрэда;

6) для хеджирования позиций на реальном рынке нужно покупать опционы пут или колл с ближайшими ценами исполнения. Более отдаленные цены исполнения связаны с большими потерями ввиду значительных спрэдов между биржевыми ценами покупки и продажи опционов, что является следствием неразвитости российского рынка деривативов;

7) для большей эффективности технологии "защита колла надписанием" нужно продавать опционы с большой внутренней стоимостью, так как чем выше величина внутренней стоимости, тем большую «просадку» рыночной цены базового актива хеджер может себе позволить.

8) отказ от покупки и продажи фьючерсов и опционов, имеющих отдаленные цены исполнения. В работе доказано, что низкая ликвидность российского рынка деривативов накладывает ограничения на использование данных технологий ввиду значительных ценовых спрэдов;

9) при соразмерных колебаниях цен базовых активов на российском рынке деривативов, отсутствует разница в поведении опционов пут и колл, из чего следует, что опционы пут будут сохранять временную стоимость также долго, как и опционы колл. Полученный вывод противоречит общепринятой точке зрения на то, что спекулятивная продажа опциона пут более выгодна, чем продажа опциона колл;

10) на российском рынке деривативов экономически нецелесообразно формировать технологии бэк-спрэд и рейтио-спрэд. Данные технологии предполагают совершение сделок с опционами, имеющими отдаленные во времени цены исполнения, однако низкая ликвидность российского рынка деривативов не позволит совершить сделку с такими опционами без ощутимых потерь за счет большого ценового спрэда;

11) арбитражные технологии в условиях российского рынка возможны лишь с ближними фьючерсами, до истечения которых остается 3 месяца, так как ликвидность инструментов с более отдаленными сроками исполнения не позволит совершить сделку без значительных потерь за счет спрэда;

12) технология "горизонтальный спрэд" осуществима, с одной стороны, лишь с ближними опционами, до истечения которых остается не более 10 дней, а с другой - более дальними опционами, в период минимум через 15 дней после начала их обращения. В диссертации доказано, что в первые 15 дней обращения опциона низкая ликвидность не позволит арбитражеру сформировать технологию спрэда;

Четвертая группа проблем охватывает анализ тенденций развития мирового рынка деривативов в условиях глобализации мировой экономики и особенностей организации и функционирования российского рынка деривативов в контексте общемировых тенденций.

В диссертационной работе выделены пять этапов становления и развития мирового рынка деривативов и дана подробная характеристика каждого этапа. Автор доказывает, что четвертый этап (1970-1998 гг.) стал переломным, поскольку именно в этот период произошла трансформация роли деривативов - из инструмента страхования риска неблагоприятного изменения рыночной стоимости

базового актива деривативы превратились в инструмент извлечения сверхприбыли за счет совершения высокорисковых операций. Таким образом, одна функция деривативов уступила доминирование другой их функции.

Анализ текущего этапа позволил раскрыть и классифицировать основные тенденции развития современного мирового рынка деривативов, его биржевого и внебиржевого сегментов. Главной инфраструктурной тенденцией является усиление активности на внебиржевом рынке деривативов. Торговля на внебиржевом рынке сопряжена с рисками неисполнения контрагентами своих обязательств. Однако отсутствие государственного регулирования внебиржевого рынка и его способность оперативно реагировать на потребности участников торгов стали причиной того, что большая доля сделок с деривативами в настоящее время заключается вне биржевых систем.

Среди других инфраструктурных тенденций в работе выделена коммерциализация срочных бирж. Потребность в привлечении дополнительного финансирования вынуждает фондовые биржи принимать открытую рыночную форму управления, коммерциализировать свою деятельность и выводить свои акции на открытый рынок. Давая качественную оценку данной тенденции развития мирового рынка деривативов, автор отмечает, что ее очевидным положительным последствием является повышение заинтересованности менеджмента бирж в высоком результате своей деятельности, что способствует росту эффективности функционирования бирж, снижению комиссионных издержек, расширению спектра услуг, внедрению современных технологий. В то же время, в результате коммерциализации бирж на фондовом рынке появляется все большее число высокорисковых, а нередко и просто мошеннических финансовых инструментов (как облигаций и акций, так и соответствующих деривативов).

Третья выявленная в диссертации инфраструктурная тенденция мирового рынка деривативов - это усиление процессов консолидации и укрупнения биржевого бизнеса. Анализ показал, что консолидация носит как вертикальный, так и горизонтальный характер. В первом случае консолидация охватывает родственные биржевые процессы (управление, торговые, клиринговые и расчетные системы, кросс-листинг и кросс-маржирование). Горизонтальная консолидация связана с предоставлением участникам торгов более широкого спектра услуг. Автор отмечает, что горизонтальная интеграция имеет своим следствием рост ликвидности биржевого рынка деривативов, так как приводит к снижению комиссионного вознаграждения для участников торгов. Такое же влияние имеет и вертикальная интеграция - за счет более широкого спектра услуг в рамках одного организатора торговли клиент биржи несет меньшие издержки.

Четвертой выделенной в работе тенденцией стала автоматизации биржевой торговли, проявляющаяся в переводе бирж на автоматическую систему подачи и исполнения заявок. Следствием автоматизации торговли деривативами является, с одной стороны, ускорение процесса заключения сделок и, следовательно, рост объемов торгов и ликвидности рынка; с другой - накопление скрытых системных рисков за счет увеличения номинального объема взятых на себя участниками торгов необеспеченных обязательств.

В качестве пятой инфраструктурной тенденции мирового рынка деривативов автор выделил универсализацию биржевой торговли, суть которой состоит в том, что одна биржа организует торговлю несколькими инструментами и на нескольких сегментах рынка одновременно. В работе отмечается, что универсальная биржа повышает свою конкурентоспособность за счет следующих преимуществ:

- 1) снижения издержек для клиентов биржи (участников торгов и эмитентов),
- 2) унификации биржевых правил и создания единой торговой и расчетной системы,
- 3) удобства для участников торгов, которые торгуют на одной универсальной бирже разными финансовыми инструментами и, следовательно, могут применять более сложные торговые стратегии.

Кроме того, по мнению автора, универсализация бирж выгодна, поскольку она позволяет:

- 1) планировать единую, согласованную стратегию дальнейшего развития финансового рынка;
- 2) вести мониторинг сделок на предмет манипулирования ценами и использования инсайдерской информации;
- 3) равномерно распределить риски бирж по разным сегментам финансового рынка.

В качестве структурных тенденций в работе отмечен, прежде всего, рост интереса к рынку деривативов в целом, проявляющийся в увеличении номинальной стоимости открытых позиций на внебиржевом рынке деривативов (см. таблицу 2). Так, за период с декабря 2005 года по декабрь 2008 величина номинальной стоимости открытых позиций на внебиржевом рынке выросла почти на 100 %. По мнению автора, данная тенденция связана с другой - тенденцией общего увеличения волатильности мирового финансового рынка, в результате чего возникает необходимость хеджирования позиций на рынке базового актива.

Анализ показал, что подавляющую долю в общем объеме номинальной стоимости открытых позиций по внебиржевым деривативам (70,7 %) занимают деривативы на процентные ставки. Из этого автор делает вывод о том, что большая часть участников рынка еще в 2005 году ожидала резкого изменения уровня процентных ставок и начала хеджировать свои позиции. Действительно, уровень процентных ставок в США за рассматриваемый период упал в 5,5 раз (с 5,5% до 1%).

В работе также отмечена тенденция резкого роста номинальной стоимости открытых позиций по деривативам на дефолтные свопы. За рассматриваемый период объем сделок с этим инструментом увеличился в 4,3 раза при росте общего объема номинальной стоимости внебиржевых деривативов в два раза. Данный факт также свидетельствует о том, что участники торгов заранее предвидели ухудшение финансовой ситуации в мире и следующие за этим массовые дефолты.

Таблица 2. Структура мирового рынка внебиржевых деривативов*

	Декабрь 2005, млрд дол.	Декабрь 2006, млрд дол.	Декабрь 2007 млрд дол	Декабрь 2008 г.	
				млрд дол.	доля в об- щем объеме торгов, %
Номинальная стои- мость открытых пози- ций - всего, в том числе деривати- вы на:	297 666	414 845	596 004	591 963	100
Валюту	31 360	40 271	56 238	49 753	8,3
Процентные ставки	211 970	291 582	393 138	418 678	70,7
Биржевыс ценности	5793	7 488	8 509	6 494	1,0
Товары	5 434	7 115	9 000	4 427	0,7
Дефолтные свопы	13 908	28650	57 894	41 868	7,0
Прочие	28 199	39 740	71 225	70 742	12,3

* www.bis.org

Автор особенно выделяет тенденцию включения внебиржевых инструмен-тов в биржевую торговлю. Несомненным преимуществом внедрения внебирже-вых инструментов в биржевую торговлю является рост конкурентоспособности биржевого рынка по сравнению с внебиржевым. Однако слишком большое ко-личество видов деривативов, обращающихся на бирже, может привести к ос-ложнениям при стандартизации торговли и управлении рисками как контрагент-тов сделок, так и организатора торговли.

В работе показано, что во многом российский рынок деривативов развива-ется в русле общемировых тенденций. Поэтому для него также актуальными яв-ляются проблемы высоких рисков внебиржевой торговли. По мнению автора, данные риски могут быть устранены одним из двух способов:

1) полным подчинением внебиржевого рынка биржевому. Это фактически означает полный отказ от внебиржевого рынка и перенос всей активности на биржевые площадки. Неоспоримым преимуществом этого варианта является более пристальный контроль за рисками контрагентов и возможность оператив-ного предотвращения системных кризисов. Однако унификация биржевых де-ривативов, ограничение на сроки и виды контрактов приведут к тому, что часть контрагентов, прежде всего, хеджеров потребляемых товаров, будут вынуждены заключать свои сделки на зарубежных площадках;

2) созданием биржевого рынка, имеющего внебиржевые функции, что, как обосновывается в работе, является более оправданным. В этом случае сделки с отличающимися от биржевых параметрами будут заключаться также через биржу, с использованием биржевой инфраструктуры. При этом сохранится кон-троль за внебиржевыми сделками, однако, не в ущерб уникальным потребно-стям отдельных контрагентов.

Кроме того, предложенный вариант снижения рисков внебиржевой торговли обладает следующими преимуществами:

- наделение биржи внебиржевыми функциями не требует создания двойной инфраструктуры (для биржевых и внебиржевых деривативов),
- путем наделения биржевых рынков внебиржевыми функциями пошли многие мировые биржи (например, СМЕ, которая приобрела организатора внебиржевой торговли Swapstream).

В качестве механизма объединения в работе предлагается и обосновывается создание единого модуля, объединяющего биржевые и внебиржевые деривативы по примеру объединения биржевого и внебиржевого рынка РТС, в результате которого РТС добилась безусловного лидерства на рынке низколиквидных ценных бумаг. Данное предложение оказалось созвучно с позицией, представленной позже в концепции развития российского фондового рынка до 2020 года, подготовленной ФСФР. В концепции обозначен принцип будущего развития биржевого и внебиржевого сегмента российского рынка, в соответствии с которым постепенно должны быть унифицированы подходы к регулированию биржевого и внебиржевого рынка в части раскрытия информации, защиты инвесторов и заключения сделок. При этом в комментарии к указанной концепции глава ФСФР В. Миловидов отметил, что внебиржевой рынок не прекратит свое существование и не будет объединен с биржевым сегментом.

Поимо общих тенденций в диссертационной работе выявлены и исследованы специфические характеристики, отличающие российский рынок деривативов от его зарубежных аналогов. Главная из них - это наличие только одной ликвидной биржи (РТС), на которую приходится 75% всех сделок с деривативами. Как следствие, участники рынка вынуждены совершать сделки с деривативами, базовые активы которых торгуются на другой бирже (ММВБ). Если речь идет об операциях хеджирования или арбитража, то участники торгов должны совершать сделки одновременно на двух площадках, что связано с определенными неудобствами.

В работе осуществлено исследование и дана оценка альтернативным вариантам объединения биржевой торговли деривативами и соответствующими базовыми активами в рамках одной биржевой площадки и сделан вывод о том, что более предпочтителен вариант объединения двух крупнейших российских бирж - РТС и ММВБ. Консолидация площадок обращения базового актива и соответствующего дериватива обеспечит определенные улучшения в плане развития инфраструктуры рынка деривативов, а именно:

- 1) приведет к увеличению доли арбитражеров и хеджеров, что приведет к снижению волатильности и повышению степени предсказуемости рынка;
- 2) вызовет увеличение доходов бирж за счет исполнения контрактов по реальным поставкам базовых активов;
- 3) повысит надежность биржи деривативов за счет увеличения размера страхового фонда;
- 4) снизит (в два раза) расходы на развитие инфраструктуры;
- 5) снизит комиссионное вознаграждение для участников торгов;

6) вызовет рост надежности и укрупнение профессиональных участников как следствие снижения конкурентной борьбы за брокеров/дилеров со стороны двух организаторов торговли;

7) приведет к росту ликвидности рынка;

8) обеспечит рост конкурентоспособности по сравнению с западными организаторами торговли;

10) создаст предпосылки для роста расходов на инновации;

11) обеспечит формирование единых правил, что облегчает работу профессиональных участников и их клиентов, а также и самого регулятора.

Однако единая платформа для базовых активов и деривативов имеет и свои недостатки и сложности, основными из которых являются конфликт интересов акционеров бирж и профессиональных участников, а также высокие расходы на процесс объединения. Тем не менее, данные недостатки не являются непреодолимым препятствием на пути интеграции двух бирж.

Российский биржевой рынок деривативов отличается от зарубежных аналогов также и несовершенной системой управления рисками бирж, которая сформировалась под влиянием финансового кризиса 1998 года и отличительной особенностью которой является предварительное депонирование средств, что, как отмечает автор, представляет собой упрощенный подход к контролю за рисками. Существующая в данное время система управления рисками не отвечает мировым стандартам, в результате риску подвергаются не только сами участники торгов, но и организаторы торговли, в частности расчетно-клиринговые системы. В этой связи в работе предлагается изменить подход к управлению рисками и, следовательно, придать новый импульс развитию рынка деривативов в России за счет следующих мероприятий.

1. Нарращивание и мобильность финансовых гарантий стабильности системы рынка деривативов. Гарантийный фонд FORTS в настоящее время составляет 1,5 млрд рублей причем повышение этого показателя происходит эпизодически и никак не связано с какими-либо изменениями, происходящими на рынке деривативов. Автор предлагает привязать значение гарантийного фонда к объему биржевых сделок с деривативами. В случае роста объема сделок в системе FORTS на 10-20% по сравнению со среднемесячным значением члены клиринговой палаты обязаны будут пополнить свои взносы в фонд на аналогичную величину. В результате гарантийный фонд FORTS должен выполнять ту же функцию, что возложена на фонд обязательного резервирования (ФОР) в ЦБ РФ. Отметим, что система регулирования взносов в ФОР в зависимости от степени риска в банковской системе оправдала себя дважды за последнее десятилетие.

2. Совершенствование процедур закрытия дефолтных позиций, в частности, более оперативное принудительное закрытие близких к дефолту позиций как клиринговых членов биржи, так и брокеров по отношению к своим клиентам:

- увеличить размер гарантийного обеспечения по биржевым деривативам до такого размера, который позволил бы участнику торгов использовать меньший, чем ныне существующий, финансовый рычаг;

- расширить торговые диапазоны с существующих ныне 10-12% до 20-25%. Данная мера позволит не закрывать торги фьючерсами на российских биржах даже в случаях сильных ценовых колебаний;

3. Повышение требований к надежности участников клиринга. По нашему мнению, руководящие органы FORTS в последние годы излишне увлеклись увеличением численного количества участников клиринга в ущерб их качеству (финансовой устойчивости), что подтверждается неоднократными случаями индивидуальных дефолтов членов клиринга в 2008 году. Для повышения качества клиринговых членов мы предлагаем ужесточить финансовые требования к размеру собственных средств, периоду прибыльной деятельности и некоторых других показателей принимаемых в клиринговые члены новых участников торгов.

В качестве особенности российского рынка деривативов в работе также отмечен рост доли спекулянтов в ущерб другим категориям участников торгов деривативами. Российский рынок изначально был базой для совершения высоко-спекулятивных, рискованных сделок, в которой нет места для хеджеров и арбитражеров. С момента финансового кризиса 1998 года, т.е. после разорения всех, кроме одной, срочных бирж, крупные участники торгов не доверяют российским организаторам торговли и предпочитают хеджировать риски на западных площадках. Так, по данным председателя Комитета по собственности Государственной Думы РФ В.С. Плескачевского, доля хеджеров на российских срочных биржах не превышает двух процентов.

В целях преодоления указанной негативной тенденции в работе предлагается отменить существующий порядок налогообложения хеджерских сделок. В отличие от российского законодательства, налоговое право зарубежных стран предполагает уведомительный порядок заявления участников торгов о том, что их сделки на рынке товарных деривативов преследуют цели хеджирования риска на рынке реального товара. Если у налогового органа возникает сомнение в том, что истинной целью той или иной сделки является хеджирование риска, то именно налоговый орган, но не участник торгов, должен доказывать свою правоту в суде.

В диссертации доказано, что отказ от внедрения западных стандартов определения статуса сделки на рынке деривативов как сделки хеджирования является существенным препятствием для развития рынка товарных деривативов в России. В целях снятия этого ограничения предлагается внедрить уведомительный порядок определения статуса сделки с товарными деривативами, который решит следующие задачи:

- 1) избавит участников торгов от необходимости тратить время и материальные ресурсы для доказательства статуса сделок,
- 2) снимет проблему двойного налогообложения,
- 3) будет способствовать росту интереса у участников рынка реального товара к совершению операций хеджирования риска на рынке товарных деривативов.

Решение указанных задач обеспечит более сбалансированное и управляемое развитие отечественного рынка деривативов.

Пятая группа проблем, рассмотренных в диссертации, связана с разработкой, обоснованием и сведением в единый комплекс методологических подходов, стратегических направлений и механизмов создания эффективной системы регулирования российского рынка деривативов.

В работе осуществлена оценка существующей в России четырехуровневой системы регулирования рынка деривативов (федеральное законодательство, государственные регуляторы, срочные биржи и саморегулируемые организации) и сделан вывод о том, что она не удовлетворяет требованиям системного подхода, под которым автором понимается адекватный объем регулирования и ответственности на всех его уровнях и отсутствие пересечений и противоречий в функциях разных уровней регулирования.

Во-первых, налицо пересечение регулирующих функций между различными ведомствами. Так, деятельность коммерческих банков на рынке деривативов регулируется ЦБ РФ, в то время как контроль за выполнением законодательства в сфере обращения деривативов входит в компетенцию ФСФР.

Во-вторых, в системе регулирования российского рынка деривативов отсутствует орган, определяющий государственную политику в сфере развития финансовых рынков и координирующий разрозненные субъекты регулирования. В результате в России до сих пор не выработано единого направления развития отечественного финансового рынка, а основные направления денежно-кредитной политики ЦБ РФ не корреспондируют с положениями концепции развития фондового рынка, проводимой в жизнь ФСФР.

В-третьих, между различными субъектами регулирования российского рынка деривативов периодически возникают споры в отношении компетенций и объемов регулирования. Так, ФСФР стремится оставить за собой больше функций по регулированию рынка деривативов в ущерб компетенции СРО.

В-четвертых, существующая система регулирования рынка является эклектической смесью институциональной (соответствие финансовых институтов компетенции различных органов регулирования) и функциональной (различные органы управления делят между собой функции установления норм, контроля и надзора за рынком в целом) систем регулирования.

В целях устранения данных недостатков в диссертационной работе разработаны меры по повышению эффективности системы управления российским рынком деривативов (рис. 2). Во-первых, доказана необходимость внедрения пятого, надведомственного уровня регулирования. При этом в диссертации предложены принципы работы данного органа, его функции и объект регулирования. По выполняемым функциям данный орган должен быть схож с мегарегулятором фондового рынка. Надведомственный мегарегулятор должен формулировать и проводить в жизнь государственную политику в сфере развития финансовых рынков, а также выполнять функции координатора между разрозненными субъектами регулирования. Кроме того, в компетенцию указанного органа должны входить функции по предотвращению и смягчению последствий финансовых кризисов и нестандартных ситуаций на отечественном фондовом рынке.

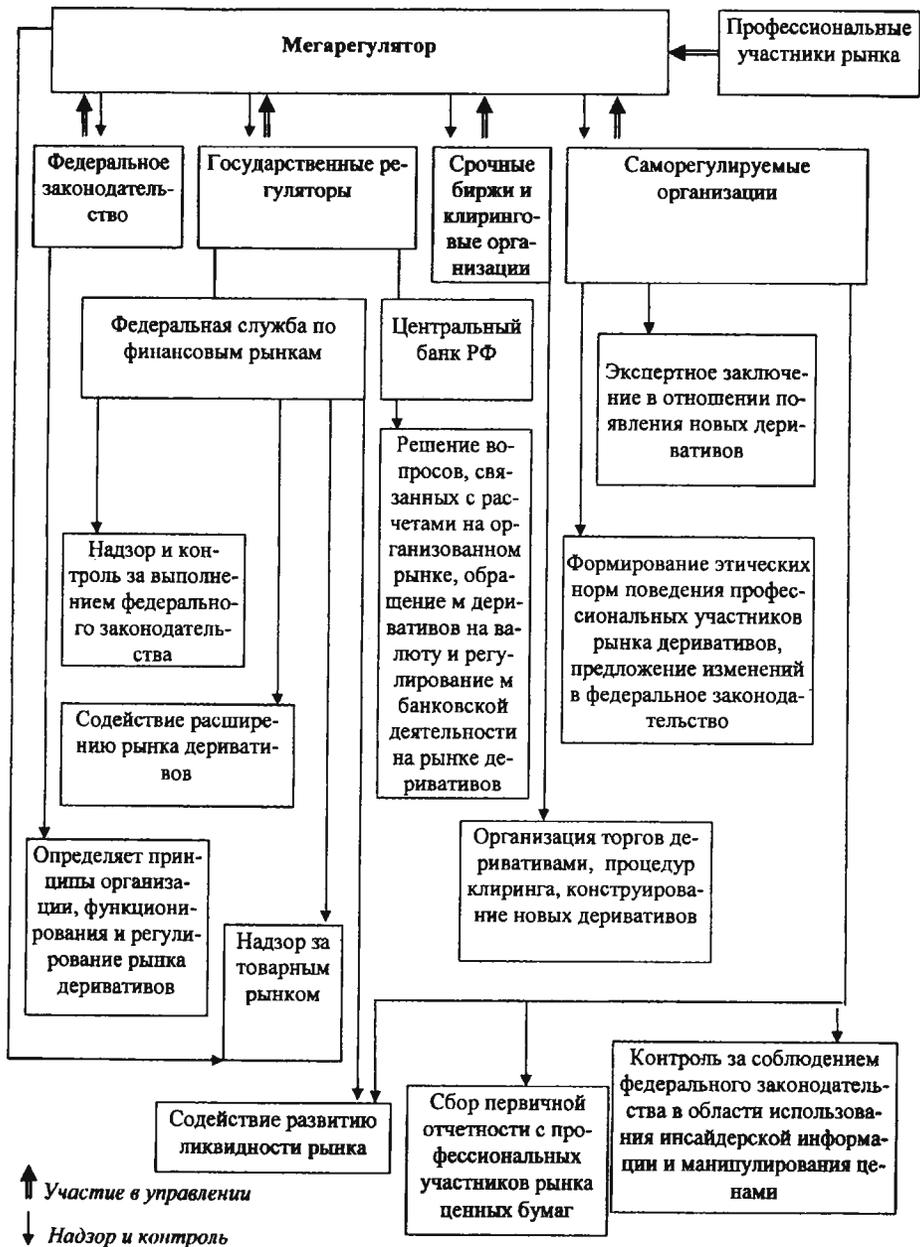


Рис.2. Система управления российским рынком деривативов

Последняя функция выполнима лишь в случае включения в компетенцию мегарегулятора таких отраслей, как страхование и банковская деятельность, что предполагает существенное расширение области воздействия надведомственно-централизованного органа.

В работе доказано, что внедрение надведомственного органа будет способствовать более сбалансированному осуществлению государственной политики в сфере финансовых рынков, в результате чего исчезнет пересечение и дублирование функций между различными органами, но при этом станет понятной и объективной ответственность каждого органа.

Несомненным преимуществом мегарегулятора является то, что его наличие приблизит российский финансовый рынок к его зарубежным аналогам, что создаст иностранным инвесторам уже знакомые им условия и принципы работы.

Предлагаемый пятый, координирующий уровень системы регулирования финансовых рынков должен управляться на коллегиальной основе. Членами правления пятого уровня должны стать представители остальных четырех уровней управления, а также представители крупных участников российского финансового рынка (банки, инвестиционные компании, фондовые биржи и пр.). При этом решения, выработанные данным коллегиальным органом, должны быть обязательными к исполнению всеми четырьмя уровнями системы регулирования финансового рынка.

По мнению автора, главным принципом работы мегарегулятора должно стать внутреннее обособление функций по контролю и надзору от функций по созданию условий для развития фондового рынка. Выполнение этого принципа является залогом реализации цели мегарегулятора - обеспечения выполнения фондовым рынком функции перелива капитала. Во избежание лоббирования интересов отдельных профучастников при принятии решений мегарегулятором, его финансирование должно осуществляться исключительно из бюджетных источников.

Следующим предложением автора по повышению эффективности системы регулирования российского рынка деривативов является кардинальное изменение компетенции ФСФР, чья деятельность сегодня направлена в основном на написание инструкций, программ и регламентов деятельности профессиональных участников, а не на формирование условий для выполнения фондовым рынком своей основной функции.

В области деривативов изменение функций ФСФР должно коснуться процедуры появления новых, прежде всего товарных, деривативов. Именно ФСФР должна отвечать за расширение спектра обращаемых на российском срочном рынке деривативов. Кроме того, в сферу компетенции ФСФР предложено отнести и надзор за биржевым товарным рынком, являющимся базой для товарных деривативов.

Третье направление совершенствования системы регулирования российского рынка деривативов заключается в изменении взаимоотношения государственных органов регулирования и саморегулируемых организаций. Несмотря на то, что интересы регулятора российского фондового рынка и саморегулируемых

организаций лежат в одной плоскости, вся история взаимоотношений государственных органов регулирования и объединений профессиональных участников изобилует примерами споров и даже конфликтов. В основном интересы саморегулируемых организаций и Федеральной службы по финансовым рынкам расходятся в плане масштабов функций, переданных СРО. В этой связи в работе предлагается следующее:

1) закрепить за СРО функцию экспертного заключения в отношении необходимости и своевременности появления на рынке новых деривативов;

2) СРО должна быть передана часть функций по мониторингу, пресечению и наказанию инсайдерских сделок, а также сделок, преследующих цель манипулирования ценами. СРО более детально и глубже разбираются в механизмах функционирования фондового рынка, особенно такой его сложной части, как рынка деривативов. Регулятор нередко может пропустить новую форму манипулирования ценами или использования инсайдерской информации, в то время как эксперты СРО, представляющие профессиональных участников рынка, имеют все необходимые информационные ресурсы для борьбы с противозаконными действиями недобросовестных инвесторов. Помимо мониторинга подозрительных сделок в функции саморегулируемых организаций необходимо передать информирование ФСФР и других государственных органов о факте совершения таких сделок, а также раскрытие информации о контрагентах и публичное осуждение участников сделок;

3) необходимо переложить на СРО функцию сбора первичной отчетности профессиональных участников фондового рынка относительно их деятельности на рынке деривативов. В частности, СРО должны иметь доступ к следующей информации:

- объемы открытых позиций по деривативам,
- уровень маржи по открытым позициям,
- отношение деривативных позиций к объему активов профессионального участника,
- соотношение собственных и заемных средств профессионального участника.

Беря на себя функцию сбора первичной отчетности, СРО получают одновременно инструмент мониторинга и анализа рынка, финансового состояния профессиональных участников, величины открытых позиций и риска по деривативам. Данное нововведение призвано решить проблему монополии ФСФР на доступ к отчетности профессиональных участников и, следовательно, неосведомленности саморегулируемых организаций о текущем состоянии рынка деривативов и его потенциальных рисках.

Однако для полноценного и сбалансированного развития российского рынка деривативов одного лишь совершенствования системы регулирования недостаточно. Без разрешения проблем манипулирования ценами и использования инсайдерской информации низкий уровень развития отечественного рынка деривативов будет стимулировать крупных игроков заключать свои сделки на западных площадках.

Ввиду низкой ликвидности некоторых деривативов, а также значительного финансового рычага, манипулирование ценами и использование инсайдерской информации на срочном рынке наносит гораздо больший урон отдельным участникам торгов и национальной финансовой системе в целом, чем аналогичные случаи на рынке базового актива. По мнению автора, в целях борьбы с указанными явлениями необходимо:

- ужесточить наказание (вплоть до уголовной ответственности) за использование инсайдерской информации и манипулирование ценами,
- отказаться от закрытого списка способов противоправных действий на рынке ценных бумаг,
- осуществлять постоянный мониторинг подозрительных сделок с последующим раскрытием информации о контрагентах таких сделок,
- изменить регламентацию деятельности маркетмейкеров и установить ограничения на максимальную и минимальную цены сделок с деривативами в течение одной торговой сессии.

Указанные мероприятия способствуют значительному сокращению доли инсайдерских и манипуляционных сделок, что вернет активность крупных участников торгов (в частности, хеджеров) на отечественные биржевые площадки.

Другой серьезной проблемой российского рынка деривативов является его низкая ликвидность. Автор считает, что необходимо внедрение двухуровневой системы управления ликвидностью рынка деривативов. На первом уровне в качестве стимулятора ликвидности выступает ФСФР и СРО, на втором - сами организаторы торговли. При этом можно выделить следующие направления работы регуляторов:

- снятие ограничений на участие в торгах деривативами отдельных категорий инвесторов,
- мониторинг и донесение до участников рынка информации о текущем состоянии торгов,
- сбор информации о методах повышения ликвидности на зарубежных биржах и обсуждение этой информации с ключевыми участниками торгов,
- продвижение идей срочного рынка посредством обучающих семинаров, круглых столов,
- работа над привлечением иностранных участников торгов,
- вынесение на обсуждение законопроектов, касающихся появления и развития новых деривативов.

В целях повышения ликвидности рынка деривативов необходимо включить в обязанности организаторов торгов деривативами выполнение следующих мероприятий:

- 1) принципиальное изменение отношений с маркетмейкерами;
- 2) сужение ограничений на максимально допустимое отклонение цены следующей сделки от цены предыдущей сделки;
- 3) внесение соответствий между параметрами остановки торгов на рынке базового актива (ММББ) и рынке деривативов (FORTS);

4) внедрение системы мгновенной переброски денежных средств с рынка базового актива (ММВБ) на рынок деривативов (ФОРТС).

Еще одной серьезной проблемой российского рынка деривативов является дефицит товарных инструментов. Для того, чтобы обеспечить внедрение товарных и иных деривативов, необходимо осуществить следующий комплекс мероприятий.

Во-первых, необходимо внести изменения в Федеральный закон РФ №39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", разрешающие появление и развитие новых видов деривативов.

Во-вторых, необходимо отменить существующий порядок налогообложения хеджерских сделок.

В-третьих, подлежит усовершенствованию процедура поставки базового актива, а именно, следует внедрить механизм вторичного обращения складского свидетельства, разработанный Секцией стандартных контрактов Национальной фондовой биржи.

В-четвертых, необходимо существенно расширить спектр инструментов, доступных для инвестирования паевым инвестиционным фондам (ПИФ).

В-пятых, необходимо усилить работу в направлении повышения уровня финансовой грамотности и осведомленности о возможностях рынка деривативов среди участников торгов, особенно среди импортеров, экспортеров и производителей сельскохозяйственной продукции.

В-шестых, целесообразно внести поправку в Налоговый Кодекс РФ, включающую определение сделки по хеджированию риска, совершаемой и физическим лицом. Данное определение может быть аналогично тому, что прописано в отношении юридических лиц.

В-седьмых, необходимо освободить от НДС сделки с деривативами, заканчивающиеся реальной поставкой базовых активов.

Указанные меры обеспечат появление и развитие товарных инструментов на российском рынке деривативов.

СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Монографии, учебные пособия и брошюры:

1. Гитник А.Б, Киселев М.В., Новикова Н.А., Семерягина Ю.В., Игра на бирже в России. – М.: НЦ ЭНАС, 2003. – 8 п.л. (в т. ч. авторские 3,4)
2. Киселев М.В. Рыночная стоимость акций российских эмитентов: прогнозирование методами технического анализа / Саратовский государственный социально-экономический университет. – Саратов, 2008. -10 п.л.
3. Киселев М.В. Российский рынок деривативов: функционирование и регулирование / Саратовский государственный социально-экономический университет. – Саратов, 2009. - 13,25 п.л.

Статьи в журналах и изданиях, рекомендуемых ВАК:

4. Киселев М.В. Опционы как способ мотивации менеджеров фирмы // Вестник СГСЭУ 2008. №2 (21) - 0,5 п.л.
5. Киселев М.В. Проблемы развития рынка деривативов в России и пути их решения // Финансы и кредит. 2008. №46. - 1,0 п.л.
6. Киселев М.В. Функции деривативов // Экономические науки. 2008. №2. - 0,6 п.л.
7. Киселев М.В. К вопросу о поведении экономических субъектов в условиях риска и неопределенности. // Деньги и кредит. 2008. №6. - 0,3 п.л.
8. Киселев М.В. Тенденции мирового рынка деривативов // Бизнес, менеджмент и право 2009. № 1. - 0,6 п.л.
9. Киселев М.В. Проблемы регулирования рынка деривативов // Вестник СГСЭУ. 2009. №1 (25).- 0,5 п.л.
10. Киселев М.В Системный подход к регулированию российского рынка деривативов. //Бизнес, менеджмент и право 2009. №2. - 0,6 п.л.
11. Киселев М.В Классификация технологий сделок с деривативами // Экономические стратегии. 2009. №4- - 0,3 п.л.

Статьи и тезисы докладов в других изданиях:

- 12.Киселев М.В Сравнительная характеристика технического и фундаментального анализа рынка ценных бумаг. /Сборник научных трудов по итогам научно-исследовательской работы Саратовского государственного социально-экономического университета в 2002 году. Ч.2. Саратов: СГСЭУ, 2003. - 0,4 п.л.
- 13.Киселев М.В Финансовые кризисы в памяти старшего поколения как препятствие для повышения капитализации российского фондового рынка. /Факторы социально-экономического роста: Сборник научных трудов. Саратов: СГТУ, 2003. – 0,2 п.л.
- 14.Киселев М.В. Глобализация финансовых рынков как угроза мировой экономике. /Интеграционные процессы в современном обществе: Сборник научных статей по итогам всероссийской научно-практической конференции. Саратов: СГТУ, 2003. - 0,4 п.л.
- 15.Киселев М.В. Арматура экономики // Русский Полис. 2003. №12. - 0,15 п.л.
- 16.Киселев М.В. Федеральные сети // Русский Полис. 2003. № 11. - 0,15 п.л.
- 17.Киселев М.В. Рынок одной комиссии. Анализ деятельности трансформируемой ФКЦБ // Русский Полис. 2004. № 4. - 0,15 п.л.
- 18.Киселев М.В. Маржинальная торговля как дополнительный способ зарабатывания денег // Русский Полис. 2004. №2. - 0,15 п.л.
- 19.Киселев М.В Рынок корпоративных облигаций. /Финансовые институты: проблемы их развития: Сборник научных трудов. Саратов: СГСЭУ, 2004. – 0,45 п.л.
- 20.Киселев М.В Проблемы перехода российских банков на МСФО. - Финансовые институты: проблемы их развития: Сборник научных трудов. Саратов: СГСЭУ, 2004. – 0,45 п.л.

21.Киселев М.В Кредитный бум как угроза российской экономике. /Социально-экономические проблемы гуманизации современного общественного развития: Межвузовский научный сборник по итогам конференции. Саратов: СГТУ, 2004. – 0,4 п.л.

22.Киселев М.В Портрет Саратовской области // Рынок ценных бумаг. 2004. №22. - 0,3 п.л.

23.Киселев М.В Большая перемена // Национальный банковский журнал. 2004. №11. - 0,5 п.л.

24.Киселев М.В Великая депрессия: возможно ли повторение? // Рынок ценных бумаг. 2005. №21. - 0,4 п.л.

25.Киселев М.В Малый бизнес и фондовый рынок. / Управление финансами в малом с среднем бизнесе. Под ред. С.Б. Ефимовой, Е.А.Каменевой. – Ростов ИД: Феникс, 2006. – 0,5 п.л.

26.Киселев М.В Скрытые риски производных финансовых инструментов. /Финансы, налоги и кредит: Сборник научных трудов. Саратов: СГСЭУ, 2007. – 0,625 п.л.

27.Киселев М.В Сделки с отсрочкой платежа - проблема терминологии. /Личность в современном обществе: визуальная репрезентация. Сборник научных трудов по материалам всероссийской научно-практической конференции, 9 ноября, 2007. Саратов: Издательский центр "Наука", 2008. - 0,5 п.л..

28.Киселев М.В История развития срочного рынка. /Социально-экономическое развитие России: проблемы, поиски, решения: Ч.2: Сборник научных трудов по итогам НИР СГСЭУ в 2007 году. Саратов: СГСЭУ, 2008. – 0,375 п.л.

29.Киселев М.В К вопросу о выборе терминов в отношении сделок на срочном рынке. /Экономика и управление предприятиями: методы, модели, технологии: Сборник научных трудов. Саратов: Научная книга, 2008. - 0,25 п.л.

30.Киселев М.В. Меры по повышению привлекательности российского рынка деривативов. /Развитие финансовой системы страны Сборник трудов всероссийской конференции. Ижевск: Издательство Института экономики и управления УдГУ, 2008. – 0,3 п.л.

31.Киселев М.В. Понятие и свойства деривативов в условиях глобализации мировой экономики. /Современная юридическая наука и правоприменение: Сборник статей по материалам Всероссийской научно-практической конференции, проведенных в рамках Вторых Саратовских правовых чтений. Саратов: ГОУ ВПО "СГАП", 2009/ - 0,428 п.л.

32.Киселев М.В. Некоторые аспекты механизма развития российского рынка деривативов /Экономический кризис в России в начале XXI века: проблемы и пути решения: Сборник научных трудов по материалам региональной научно-практической конференции молодых ученых 26 марта 2009 г. Саратов: СГСЭУ, 2009. - 0,425 п.л.

33.Киселев М.В. Формирование эффективной системы взаимоотношений между государственным регулятором фондового рынка и саморегулируемыми организациями // Информационные технологии в науке и образовании: мате-

риалы Международной научно-практической интернет-конференции. Шахты : ГОУ ВПО "ЮРГУЭС", 2009. - 0,187 п.л.

34. Киселев М.В. Влияние фактора неопределенности на равновесие рынка деривативов // Психология и экономика. 2009. №1. - 0.5 п.л.

35. Критический анализ моделей ценообразования на финансовых рынках /Актуальные проблемы социально-гуманитарного знания: Сборник научных трудов. Саратов: Изд-во "Марк", 2009. – 0,375 п.л.

Подписано в печать 01.09.2009

Бумага типогр. №1

Печать офсетная

Заказ 327

Формат 60x84 ¹/₁₆

Гарнитура "Times"

Уч.-изд. л. 2,0

Тираж 100 экз.

Издательский центр Саратовского
государственного социально-экономического университета.
410003, Саратов, Радищева, 89.

102