

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

О. Ю. Коршунов¹

канд. экон. наук, доцент кафедры теории кредита и финансового менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета

РОССИЙСКИЙ РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ 1992—2008 ГОДОВ: ПРОБЛЕМЫ, ТЕНДЕНЦИИ, ПЕРСПЕКТИВЫ²

Одним из обязательных атрибутов современного финансового рынка является развитый как в технологическом, так и в регулятивном смысле срочный рынок, способный решать задачи по управлению рисками, поэтому построение такой структурной единицы финансового рынка для современной России представляется весьма актуальной задачей.

По причине более чем 70-летнего перерыва в коммерческой вообще и биржевой деятельности в частности преемственность и традиции срочного рынка в России к моменту началу рыночных преобразований отсутствовали. Развитие национального срочного рынка (если не рассматривать операции Центрального банка СССР на международных финансовых рынках) началось в начале 1990-х гг. Днем его рождения можно считать дату открытия в 1992 г. секции срочного рынка на Московской товарной бирже. Вслед за этим срочные секции стали открываться на многих московских и региональных биржах. Основными биржевыми площадками, на которых проводились торги инструментами срочного рынка в Москве, были: Московская товарная биржа (МТБ); Московская центральная фондовая биржа (МЦФБ); Российская товарно-сырьевая биржа и российская биржа. Главная и наиболее крупная биржа страны — Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), которая подключилась к срочному рынку довольно поздно (в сентябре 1996 г.), но скоро заняла лидирующие позиции на рынке. В Санкт-Петербурге на Товарно-фондовой бирже (ныне биржа «Санкт-Петербург») срочная секция начала свою работу в июле 1993 г. с введением в обращение фьючерсного контракта на поставку 10 долларов США. Еще раньше была открыта одна из немногих специализировавшихся исключительно на инструментах срочного рынка Санкт-Петербургская фьючерсная биржа. Первым контрактом, торговавшимся на ней, был контракт на 1 доллар. Такой путь зарождения срочного рынка не является обычным. В мировой практике срочный рынок начинал свое развитие через внебиржевые формы торговли. Его появление инициируется объективной необходимостью субъектов хозяйствования хеджировать риск неблагоприятного изменения цен на реальных (первоначально и длительный период времени впоследствии — на товарных, только на-

¹ Эл. адрес: olegkite@mail.ru

² В работе использованы статистические и фактические данные интернет-порталов бирж: Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) — micex.ru; биржа «РТС» — rts.ru; биржа «Санкт-Петербург» — spbex.ru; Санкт-Петербургская валютная биржа (СПБВБ) — spcex.ru.

чина с 1970-х гг. — на финансовых) рынках. В России же рынок сразу появился на биржевых площадках в виде торговли финансовыми фьючерсными контрактами. Причем из-за многочисленных факторов, препятствовавших использованию срочных сделок для хеджирования рисков, срочный рынок России появился и развивался, за исключением отдельных коротких периодов времени, как чисто спекулятивный. Недостаточную развитость современного российского рынка производных инструментов можно объяснить именно отсутствием среди его участников значительной доли хеджеров, которые, передавая свои риски спекулянтам, уплачивают им премию и являются, по сути, локомотивом, который способствует количественному и качественному развитию срочного рынка. Рынок, где представлены в основном спекулянты, не имеет перспективы развития. На нем происходит перепродажа по-разному оцениваемых рисков одними спекулянтами другим. При этом спекулянты в отличие от хеджеров не обладают источниками поступления средств от другого рода деятельности, что приводит к постепенному перетеканию денежных активов от одних участников к другим и вытеснению с рынка «чаще ошибающейся» части участников сделок и, следовательно, к стагнации рынка, поддерживаемого только вновь появляющимися участниками спекулятивного процесса. Именно таким путем и развивался рынок в России.

Вплоть до бума на рынке ценных бумаг 1997 г. основным обращавшимся на российском срочном рынке инструментом был фьючерсный контракт на доллар США. Это инструмент, который может применяться для страхования курсовых рисков. Тем не менее в основном он использовался для целей спекуляции. В начале 1990-х гг. неиспользование его в качестве инструмента хеджирования можно объяснить огромным базисным риском из-за значительных колебаний цен на спот-рынке, который делал такое страхование нецелесообразным. После введения валютного коридора в середине 1995 г. и по мере его ужесточения валютный рынок становится все более и более предсказуемым. В 1997 — начале 1998 г. курс доллара настолько прогнозируем, что фьючерсные контракты на доллар США теряют всякую спекулятивную привлекательность, а видимость отсутствия курсового риска не способствует популярности этого инструмента у потенциальных хеджеров. Тем не менее один из немногих примеров использования российского срочного рынка для целей хеджирования связан именно с фьючерсными контрактами на доллар США. Этот эпизод относится к началу 1998 г., когда на абсолютно предсказуемом до января—февраля этого года валютном рынке, как следствие азиатского кризиса 1997 г., возникли колебания и рубль стал девальвироваться с большей, по сравнению с обычной, скоростью. В результате ряд крупных банков — операторов на рынке форвардных валютных контрактов, который в основном обслуживал нерезидентов, репатрирующих валюту с рынка ГКО, потерпели значительные убытки. После этого случая операторы валютного форвардного рынка стали страховать форвардные риски при помощи фьючерсных контрактов, используя для этого срочную секцию ММВБ. Обороты и объем открытых позиций по этим контрактам в результате выросли многократно. Однако это не спасло данные банки-хеджеры во время кризиса 17 августа 1998 г. Срочная секция ММВБ не смогла выполнить свои обязательства, поскольку основным гарантийным обеспечением контрактов служили ГКО.

В период 1997—1998 гг. в России наблюдался поистине фондовый бум. Цены на акции многих эмитентов выросли в десятки, а некоторые в сотни раз. Обороты торговых площадок росли соответственно. Это не могло не отразиться на срочном рынке. В это время вводятся в обращение разнообразные контракты, основанные на акциях российских эмитентов. Среди них — расчетные и поставочные контракты на акции, а также контракты на различные индексы (часто

индекс РТС или собственный индекс той или иной биржи). Одновременно разрабатываются и внедряются новые электронные технологии торговли, что существенно повышает ликвидность торгов и снижает ряд рисков участников срочного рынка. На бирже «Санкт-Петербург» система электронных торгов фьючерсными контрактами была введена в июле 1997 г. Однако в конце 1997 г. азиатский кризис спровоцировал переход финансового кризиса в России в открытую форму, и бурный рост рынка срочных инструментов сменился падением, которое после 17 августа перешло в фазу стагнации на уровне, близком к уровню выживания, а иногда и ниже его. Кроме ММВБ кризисные явления 1998 г. стали причиной прекращения торгов ряда бирж, являвшихся ведущими площадками, на которых обращались производные финансовые инструменты.

В докризисный период бурно развивался и типично внебиржевой сегмент рынка производных финансовых инструментов — рынок форвардных контрактов. Правда, набор инструментов его был ограничен всего одной разновидностью контракта — на доллар США. Для того чтобы понять причины такой ситуации, необходимо обратиться к истории российского финансового рынка.

Начиная с середины 1990-х гг. и до кризиса 1998 г. доминирующим сегментом российского финансового рынка был рынок государственных ценных бумаг. В этот период на нем происходило активное обращение облигаций ГКО и ОФЗ. Одной из особенностей данного рынка было то, что среди владельцев облигаций значительную долю (по разным оценкам, от 20 до 40% от объема рынка) составляли инвесторы-нерезиденты. Учитывая, что объем рынка на конец 1997 г. составлял около 400 млрд руб. (~ 70 млрд долл. по курсу на тот момент), можно понять, что объем присутствия данных участников на финансовом рынке России был, по меркам того времени, более чем значителен. Одной из проблем инвесторов-нерезидентов было наличие сопутствующего валютного риска, источником которого служила неопределенность курса покупки валюты, на момент репатриации полученной от погашения облигаций прибыли. Остроту проблемы в какой-то мере снижало то, что перед кризисом движение курса рубля по отношению к доллару США происходило в границах установленного Правительством РФ валютного коридора. Остаточная неопределенность хеджировалась через заключение форвардных контрактов на курс доллара США, рынок которых развился именно в ответ на значительный спрос со стороны иностранных банков на инструмент хеджирования валютного риска. Противоположной стороной в контракте выступали крупнейшие на тот момент российские коммерческие банки, которые занимали в форвардном контракте позицию продавца валюты. Необходимо отметить, что подавляющее большинство форвардных контрактов имели расчетный характер, т. е. не заканчивались физической поставкой базового актива.

Данный инструмент с успехом выполнял свою роль, пока движение курса в границах валютного коридора совершало колебания с малой амплитудой. Однако отказ от политики поддержания курса рубля в августе 1998 г. привел к тому, что уже в начале сентября курс доллара США вырос более чем в три раза! Исполнение обязательств по форвардным контрактам привело бы российские банки к огромным, можно сказать, катастрофическим на тот период для всей банковской системы страны потерям, которые, по различным оценкам, могли составить от 10 до 40 млрд долл. Вслед за вполне ожидаемым массовым неисполнением обязательств в рамках валютных форвардных контрактов последовали столь же ожидаемые исковые заявления со стороны зарубежных банков в российские арбитражные суды различных уровней. Но на этой стадии развития ситуации истцы столкнулись с реализацией юридического риска недостаточной проработанности российского законодательства, регулирующего дого-

ворные отношения, являвшиеся предметом судебного разбирательства. В российском законодательстве на тот момент на уровне федеральных законов отсутствовали формулировки относительно производных финансовых инструментов, позволяющие решать спорные вопросы в судебной практике. В отсутствие правовой регламентации арбитражные суды отказывали в приеме исковых заявлений на основе отнесения расчетных форвардных контрактов к не подлежащим судебной защите сделкам пари в соответствии с действующим на тот момент Гражданским кодексом РФ (ГК РФ (часть вторая) от 26 января 1996 г. № 14-ФЗ, в ред. от 30 декабря 2006 г. № 276-ФЗ, ст. 1062, п. 5 ст. 1063).

«Требования, связанные с организацией игр и пари и участием в них.

Требования граждан и юридических лиц, связанные с организацией игр и пари или с участием в них, не подлежат судебной защите, за исключением требований лиц, принявших участие в играх или пари под влиянием обмана, насилия, угрозы или злонамеренного соглашения их представителя с организатором игр или пари, а также требований, указанных в п. 5 ст. 1063 настоящего Кодекса» (ст. 1062).

«В случае неисполнения организатором игр указанной в пункте 4 настоящей статьи обязанности участник, выигравший в лотерее, тотализаторе или иных играх, вправе требовать от организатора игр выплаты выигрыша, а также возмещения убытков, причиненных нарушением договора со стороны организатора» (п. 5 ст. 1063).

Ситуация была в основном урегулирована на уровне законодательств только в начале 2007 г. Федеральным законом от 26 января 2007 г. № 5-ФЗ ст. 1062 ГК РФ была дополнена введением в нее второго пункта:

«На требования, связанные с участием в сделках, предусматривающих обязанность стороны или сторон сделки уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции или от значений, рассчитываемых на основании совокупности указанных показателей либо от наступления иного обстоятельства, которое предусмотрено законом и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит, правила настоящей главы не распространяются. Указанные требования подлежат судебной защите, если хотя бы одной из сторон сделки является юридическое лицо, получившее лицензию на осуществление банковских операций или лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, либо хотя бы одной из сторон сделки, заключенной на бирже, является юридическое лицо, получившее лицензию, на основании которой возможно заключение сделок на бирже. Требования, связанные с участием граждан в указанных в настоящем пункте сделках, подлежат судебной защите только при условии их заключения на бирже» (ГК РФ (часть вторая) от 26 января 1996 г. № 14-ФЗ, в ред. от 14 июля 2008 г., п. 2 ст. 1062).

Очевидно, что из-под действия статьи о сделках пари оказались выведены практически все расчетные финансовые инструменты. Причем наиболее существенное влияние это событие должно было оказать именно на рынок деривативов, обращающихся вне биржевого пространства. Биржевые инструменты и ранее регулировались рядом положений государственного регулятора — Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) и ее предшественницей — Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России). Внебиржевые же инструменты, включая форвардные контракты, практически выпадали из правового поля. Тем не менее в настоящее время в России рынок форвардных контрактов практически отсутствует. И перед участниками рынка, включая регулирующие и законодательные органы, стоит сложная задача его построения, предполагающая необходимость создания сложной инфраструктуры и подроб-

ного регулирования выпуска, обращения и исполнения таких сложных, но крайне необходимых для эффективного функционирования финансового рынка страны инструментов, как форвардные контракты.

В последнее время срочный рынок современной России рос небывало высокими темпами. Позитивная динамика срочного рынка проявляется как в росте объемов и оборотов на рынке, так и в расширении номенклатуры торгуемых инструментов, в совершенствовании, разработке и внедрении в обращение новых инструментов и технологий. В настоящее время обращение инструментов срочного рынка происходит на биржевых площадках, которые фактически определяют ситуацию на срочном рынке России. К этим биржам относятся: Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), биржа РТС, биржа «Санкт-Петербург» и Санкт-Петербургская валютная биржа (СПБВБ). Причем две из них, РТС и ММВБ, полностью определяют ситуацию на рынке.

Секция срочного рынка на СПБВБ возникла в октябре 2000 г. На этой бирже с самого начала была принята активная, если не сказать агрессивная, политика продвижения своих услуг на рынке срочных контрактов. За время существования рынка было разработано и введено в обращение большое количество фьючерсных и опционных контрактов на финансовые и товарные активы. В обращении находились не только валютные, но и процентные инструменты: фьючерсные контракты на долгосрочные облигации внешнего займа России (RUS-30) и call- и put-опционы европейского стиля на шестимесячную ставку LIBOR на доллары США. Именно на этой бирже впервые после кризиса были введены в обращение срочные инструменты с базовыми активами не финансового, а товарного характера. К ним можно отнести опционные расчетные контракты европейского, что также является необычным для России, стиля на цену нефти и нефтепродуктов (авиационное топливо) с различными условиями поставки и торговыми площадками, на которых выявляется расчетная для контракта цена товара. К товарным деривативам относятся и европейские опционы на индекс на газетную бумагу и цену платины, палладия и золота по результатам торгов на NYMEX (New York Merchantile Exchange) и лондонском рынке металлов. Однако, несмотря на продуманные и хорошо проработанные правила торгов и спецификации контрактов, значительные усилия по продвижению предлагаемых контрактов на рынке, доля СПБВБ в оборотах российского срочного рынка практически равна нулю. Биржа так и не смогла обеспечить ликвидности ни по одному классу или серии из обращающихся инструментов. По состоянию на начало сентября 2008 г. в списке действующих контрактов остались только:

- фьючерсные контракты на курс доллара США;
- фьючерсные контракты на курс евро;
- фьючерсные контракты на курс евро к доллару США (с маржированием в российских рублях);
- фьючерсные контракты на цену золота в системе Reuters.

Более того, за август 2008 г. ни по одному из находящихся в обращении контрактов не было зафиксировано ни одной сделки. И что еще усугубляет характеристику ликвидности этого рынка, не наблюдалось поддерживаемых открытых позиций, возникших в результате сделок предшествующих периодов. Единственным признаком движения на рынке является ежедневное изменение котировок контрактов, осуществляемое самой биржей в соответствии с правилами. Таким образом, можно сделать вывод, что на данной биржевой площадке срочный рынок практически отсутствует.

На бирже «Санкт-Петербург» срочный рынок существует с 1993 г. В октябре 2001 г. налаженный бизнес по торговле фьючерсными и опционными контрак-

тами на основе взаимной договоренности передан бирже РТС. Однако в начале 2003 г. принято решение о возвращении на рынок, в результате чего в обращение поступили три класса товарных расчетных фьючерсных контракта: на цену сырой нефти марки URALS; на ставку налога на добычу полезных ископаемых при добыче нефти и газового конденсата из нефтегазоносных месторождений и контракт на ставку вывозной таможенной пошлины на сырую нефть. Последние два впоследствии были изъяты из обращения и объявлены результатом проведения PR-акции. Тем не менее данный проект по развитию фьючерсного рынка товарных контрактов не принес значимых результатов. В 2004 г. в обращение были введены контракты с финансовыми базовыми активами — на курс евро к рублю и на курс евро к доллару США. На начало сентября 2008 г. на срочном рынке биржи «Санкт-Петербург» находятся в обращении фьючерсные контракты на кросс-курс «евро—доллар США» объемом 1000 евро, на курс «доллар США — рубль» объемом 1000 долларов и фьючерсные контракты с начислением / списанием вариационной маржи за перенос позиции. Все контракты являются расчетными и не предполагают дальнейшей поставки. Исполнение контрактов происходит по ценам, публикуемым информационными агентствами Reuters и «Интерфакс» согласно спецификациям фьючерсных контрактов. Однако и этот проект под названием «Биржевой ФОРЕКС» не дал пока положительного эффекта. Так, за август 2008 г. на срочном рынке биржи «Санкт-Петербург» объем торгов составил 201,624 млн руб. (за предыдущий месяц — 566,320 млн руб.), из них по контрактам на кросс-курс «евро—доллар США» — 25,916 млн руб., по контрактам на кросс-курс «доллар США — рубль» — 0,000 млн руб., по контрактам на нефть сделок не заключалось. Общее число заключенных сделок — 173 на 5658 контрактов (предыдущий месяц — 375 сделок и 16 464 контрактов).

Наличие большого опыта, грамотного персонала, прекрасной репутации и отработанной технологии торгов, клиринга и исполнения контрактов делает биржу «Санкт-Петербург» вполне конкурентоспособной на создаваемом российском срочном рынке, в особенности в его товарном сегменте.

Первый опыт торговли инструментами срочного рынка на ММВБ датируется сентябрем 1996 г., когда в обращение запустили фьючерсные контракты на доллар США и на индекс ГКО. В дальнейшем, по мере продвижения ММВБ на рынок торговли акциями, были разработаны и введены в обращение в 1997 г. фьючерсные контракты, базовыми активами которых служили: сводный фондовый индекс ММВБ, акции НК «ЛУКОЙЛ», акции РАО «ЕЭС». В июне 1998 г. в обращение введены фьючерсные контракты с фиксированной ценой. Так в то время организаторы торгов из-за несовершенства российского налогового и финансового законодательства были вынуждены называть инструменты, которые по всем характеристикам отвечали определению опциона.

Срочный рынок ММВБ достаточно активно развивался благодаря значительному по сравнению с другими биржевыми площадками технологическому, финансовому и политическому ресурсу этой биржи (данное преимущество сохраняется и в настоящее время). Однако секция срочного рынка ММВБ не выдержала испытания временем и прекратила существование после событий августа 1998 г. При этом сама процедура прекращения обязательств имела характер принудительного закрытия позиций участников торгов по нерыночным котировкам. Основной причиной послужило массовое использование в качестве основной составляющей начальной маржи пакетов ГКО и недостаточность суммы самой начальной маржи по отношению к стоимости базового актива.

Несмотря на наличие столь негативного, с точки зрения участников торгов, результата предшествующей деятельности биржи на срочном рынке, она была

возобновлена в ноябре 2000 г. введением в обращение фьючерсных контрактов на профильный для нее товар — индекс доллара США, а в июне 2001 г. — на индекс евро. По мере того как ММВБ завоевывала лидирующие в России позиции на рынке торговли акциями, были введены в обращение ряд контрактов на фондовые ценности: сводный фондовый индекс ММВБ10; акции ОАО «ЛУКОЙЛ»; акции РАО «ЕЭС»; акции ОАО «Сургутнефтегаз»; акции ОАО «Газпром». На тот момент торги контрактами на доллар США характеризовались малым количеством заключаемых контрактов и поддерживаемых открытых позиций (сотни контрактов в день) и совсем ничтожным количеством заключаемых сделок (единицы). Активность на срочном рынке евро практически отсутствовала. На рынке контрактов на фондовые ценности активность была заметна только по контрактам на акции РАО «ЕЭС». При этом в конце 2002 г. наблюдались весьма значительные обороты в контрактах (до 200 тыс. контрактов в день), которые сопровождались ничтожно малым объемом поддерживаемых открытых позиций и количеством сделок. Такое соотношение может свидетельствовать либо о крайней степени спекулятивности рынка, либо о том, что такие значительные обороты являются результатом демонстрации активности, а не реально заключенных рыночных сделок. В марте 2003 г. обороты значительно снизились и на этом сегменте рынка. Причиной этому, вероятно, явилось обвинение ФКЦБ России одного из крупнейших российских операторов на фондовом и срочном рынке — компании «Алор-инвест» в манипулировании ценами на рынке фьючерсов ММВБ, которое вылилось в приостановку лицензии компании и отключение ее от торгов. Срок действия последних контрактов на фондовые ценности истек 15 июня 2004 г. Новые контракты в обращение введены не были.

Начиная с 2006 г. в обращение поступили два процентных фьючерса: на трехмесячную процентную ставку MosPrime Rate и на однодневную процентную ставку MosIBOR, по которым фиксируются сделки. С 2007 г. возобновилась активность на рынке фьючерсных контрактов на индекс ММВБ. Но до настоящего времени (сентябрь 2008 г.) основные обороты приходятся на фьючерсные контракты на курс доллара США. Необходимо отметить, что все обращающиеся в настоящее время контракты являются расчетными, т. е. исполняются не поставкой базового актива, а окончательными расчетами между сторонами контракта.

Для того чтобы выявить особенности и определить действующие тенденции торговли на рассматриваемом фьючерсном рынке, составим его интегральный портрет, включающий в себя итоги торгов по всем классам контрактов за год, и проанализируем их динамику за весь период существования срочного рынка на ММВБ с 1996 по 2008 г. за период первых 8 месяцев по август включительно.

К публикуемым биржей в открытом доступе итогам торгов относятся такие характеристики, как:

- количество заключенных за период сделок;
- количество заключенных за период контрактов;
- объем денежных обязательств, возникших в результате заключения сделок за период;
- количество позиций, оставшихся поддерживаемыми (не закрытыми) по результатам биржевой торговой сессии, или, иначе говоря — объем открытых позиций.

Рассмотрим прежде всего первые три характеристики, поскольку последняя (объем открытых позиций) является существенной для выявления особенности состава участников торгов на рынке по категориям (хеджеры / арбитражеры / спекулянты), что является предметом отдельного исследования. Данные за 2008 г. были скорректированы путем умножения на поправочный коэффициент

$12/8 = 1,5$ с учетом того, что они отражают рыночную ситуацию только за первые 8 месяцев года.

В табл. 1 представлены данные по динамике количества сделок, заключенных на срочном рынке ММВБ за период с 1996 г. по апрель 2008 г. включительно по всем классам (контракты с одинаковым базовым активом) и сериям (контракты одного класса с одинаковой датой исполнения обязательств) обращавшихся контрактов. В начальный период существования (1996—1997 гг.) наблюдался значительный (в четыре раза) рост количества сделок на рынке. В 1998 г. этот показатель упал из-за последствий кризиса. До 2000 г. рынок отсутствовал, а с 2000 по 2002 г. наблюдается значительный рост числа сделок. При этом необходимо учитывать, что реальность этих сделок, как было показано выше, вызывает сомнение. В дальнейшем, начиная с 2005 г. по настоящее время, наблюдалась тенденция незначительного роста числа сделок за год. Для большей наглядности эти данные представлены также в виде оценки среднедневного количества сделок и сделок за час торгов. При оценке было принято, что среднее количество рабочих дней в году равно 250. Продолжительность же торговой сессии принята за 8 часов.

Таблица 1

Количество сделок по всем классам и сериям срочных контрактов на ММВБ

Год	Число сделок	Число сделок в день	Число сделок в час
1996	11392	46	5,7
1997	42661	171	21,3
1998	27468	110	13,7
1999	0	0	0
2000	1474	6	0,7
2001	8201	33	4,1
2002	26519	106	13,3
2003	13101	52	6,6
2004	382	2	0,2
2005	919	4	0,5
2006	2924	12	1,5
2007	5710	23	2,9
2008	10226	41	5

Данные табл. 1 позволяют сделать вывод о крайне низкой ликвидности сделок на срочном рынке ММВБ, которая в последнее время повышается, но довольно низкими темпами. Важными характеристиками ликвидности рынка является также количество заключенных контрактов, заключенных на срочном рынке ММВБ за период с 1996 г. по август 2008 г. включительно по всем классам и сериям обращавшихся контрактов и стоимость возникших в результате их заключения обязательств. Динамика этих показателей представлена на рис. 1 и 2. Как видно, в отличие от динамики количества сделок количество контрактов и их денежная оценка в последние годы испытывают существенный рост и составляют значительные для российского финансового рынка величины. Так, за 2007 г. было заключено 85 386 473 контрактов, в результате чего возникли денежные обязательства на сумму 2 207 518 829 322 руб.

Такая ситуация характерна скорее для так называемого организованного внебиржевого рынка, на котором обращаются типичные для него инструменты — форвардные контракты и SWOP-соглашения, чем для классического биржевого

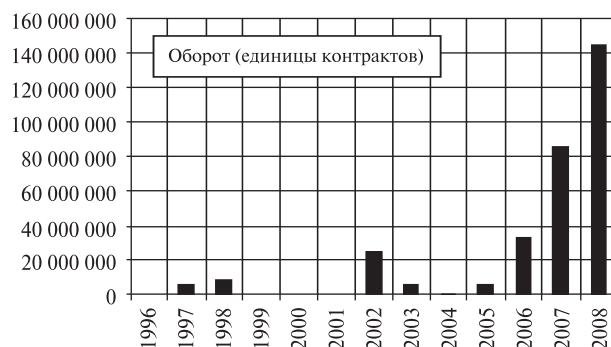


Рис. 1. Динамика количества контрактов, заключенных на срочном рынке ММВБ за период с 1996 г. по август 2008 г.

(Данные за 2008 г. включают в себя сделки, заключенные за первые 8 месяцев, приведенные к годовому значению.)

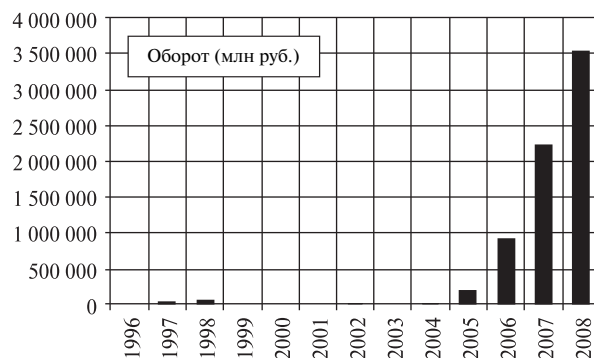


Рис. 2. Динамика стоимости возникших в результате заключения контрактов обязательств на срочном рынке ММВБ за период с 1996 г. по август 2008 г.

(Данные за 2008 г. включают в себя сделки, заключенные за первые 8 месяцев, приведенные к годовому значению.)

рынка. Дело в том, что развитый биржевой рынок предполагает высокую активность спекулянтов, которые и создают высокую степень ликвидности этого рынка. Для спекулятивных же сделок характерными являются небольшие объемы открытых позиций и непродолжительное время их поддержания, что и определяет высокую частоту заключаемых сделок за период обращения контракта.

Таким образом, для биржевого рынка нормальным представляется сочетание большого количества сделок и не очень высоких показателей контрактной и денежной оборачиваемости или очень большое количество сделок при высоких показателях оборачиваемости. Напротив, на организованном внебиржевом рынке спекулятивные операции чрезвычайно редки из-за сложности закрытия позиции до истечения срока действия контракта, существенно повышающей риски и без того высокорискованных операций. Это приводит к тому, что после открытия большинство позиций поддерживается до момента исполнения обязательств по контракту, следствием чего является существенно более низкая по отношению к биржевому рынку частота сделок. Кроме того, еще одной особенностью организованного внебиржевого рынка является ограничение круга участников торгов только крупными игроками с высоким кредитным рейтингом (как правило, банки высшей категории надежности). Такое ограничение является механизмом снижения риска неисполнения обязательств по заключен-

ным контрактам. В то же время на биржевом рынке это ограничение отсутствует, поскольку ответственным за исполнение всех контрактов является биржа или ее подразделение, которая, в свою очередь, реализует многочисленные механизмы ограничения рисков исполнения обязательств сторонами контрактов: депозитная или начальная маржа; вариационная или поддерживающая маржа; система лимитов; компенсационные фонды и др. В результате появляется возможность допуска к торгам мелких участников — спекулянтов с низким уровнем кредитоспособности. Все это приводит к тому, что на внебиржевом рынке объем обязательств, возникающих в рамках одной сделки, многократно превышает этот показатель на классическом биржевом рынке. В табл. 2 представлены данные о количестве контрактов, приходящихся на одну сделку на рынке ММВБ, и денежный объем возникающих при этом обязательств. Как видно из табл. 2, начиная с 2004 г. количество контрактов в рамках одной сделки и объем возникающих обязательств представляется весьма значительным, что подтверждает внебиржевой характер рынка производных финансовых инструментов на ММВБ.

Таблица 2

**Количество контрактов, приходящихся на одну сделку на рынке ММВБ,
и денежный объем возникающих при этом обязательств**

Год	Количество контрактов на сделку, ед.	Стоимость обязательств, руб.
1996	8	53 499,71
1997	133	861 624,69
1998	314	2 025 113,15
1999	—	—
2000	14	384 333,58
2001	20	574 805,44
2002	946	496 348,60
2003	410	267 684,24
2004	1209	34 221 454,77
2005	7104	202 455 404,28
2006	11 274	305 844 516,72
2007	14 954	386 605 749,44
2008	14 114	347 039 870,60

Для более полного анализа ситуации на бирже необходимо провести подробное исследование количественных характеристик и их динамики для всех классов обращающихся контрактов. В данном исследовании ограничимся рассмотрением структуры рынка по базовым активам за 2007 г. Эти данные представлены в табл. 3.

Из данных табл. 3 следует, что на срочном рынке ММВБ по всем параметрам доминировали фьючерсные контракты на доллар США. Можно отметить, что в 2008 г. ситуация изменилась, только в части оборота сделок — 42% всех заключенных сделок приходилось на контракты на индекс ММВБ. В остальном фьючерсы на доллар США продолжают доминировать.

Одной из особенностей российского биржевого срочного рынка вообще и рынка ММВБ в частности является возможность заключения как рыночных, безадресных, часто называемых системными, сделок, так и договорных, адресных внесистемных сделок. В соответствии с правилами торгов срочной секции ММВБ — это сделки, заключаемые участниками торгов по взаимному согласованию всех параметров, в том числе и объема. Последнее весьма важно для уча-

Таблица 3

Структура срочного рынка ММВБ по базовым активам за 2007 г.

Наименование	Оборот сделок, ед.	Оборот контрактов, ед.	Оборот, руб.
Евро	1	2000	71 910 000,00
Индекс ММВБ	765	49 568	1 760 345 715,00
MosIBOR	167	1700	16 797 446 822,00
MosPrime	89	1271	12 710 000 000,00
Доллар США	4688	85 331 934	2 176 179 126 785,00
Итого	5710	85 386 473	2 207 518 829 322,00
	Оборот сделок, %	Оборот контрактов, %	Оборот, %
Евро	0,02	0,00	0,00
Индекс ММВБ	13,40	0,00	0,08
MosIBOR	2,92	0,00	0,76
MosPrime	1,56	0,00	0,58
Доллар США	82,10	99,94	98,58
Итого	100	100	100

стников, поскольку системные сделки заключаются на пересекающиеся объемы при совпадении цен покупателя / продавца, что может привести к излишней дробности исполнения заявки. По сути, внесистемные сделки являются включением внебиржевого рынка в биржевой. Стороны таких сделок используют преимущества биржевых механизмов, в том числе механизма рыночного ценообразования. Биржа ММВБ предоставляет информацию о соотношении денежных объемов обязательств в рамках системных и несистемных сделок. К сожалению, разделить эти типы сделок по числу сделок и количеству контрактов на основании открытой биржевой информации не представляется возможным.

На рис. 3 представлена зависимость доли системных (биржевых) сделок для всех классов и серий обращающихся на ММВБ контрактов за весь период существования срочного рынка на этой бирже в денежном обороте. Если в начальные годы существования доля биржевых сделок была высока, то в последние несколько лет она упала до очень низких значений. Так, за 2006 г. она составила всего 5%; за 2007 г. — 3%; за первые 8 месяцев 2008 г. — 5%. При этом необходимо иметь в виду, что системные сделки в период с 2000 по 2003 г. опре-

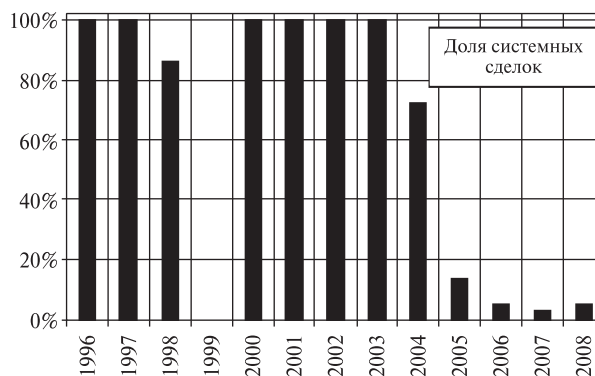


Рис. 3. Зависимость доли системных (биржевых) сделок для всех классов и серий обращающихся на ММВБ контрактов в денежном обороте за период с 1996 по 2008 г.

делялись в основном не тем, что несистемные сделки отсутствовали, а тем, что отсутствовал их учет.

В целом можно сделать вывод, что, несмотря на наличие биржевых механизмов, на ММВБ сформировался типично внебиржевой сектор срочного рынка, причем с абсолютно доминирующей ролью одного базового актива — доллара США. Для него характерны большие объемы обязательств, приходящиеся на одну сделку; малое количество сделок; крайне низкая ликвидность вторичного рынка. Можно констатировать, что спекулятивная составляющая рынка практически отсутствует, что снижает объективность ценообразования и ограничивает возможности лиц, хеджирующих валютные риски, по динамическому управлению ими. Ресурсом для построения спекулятивной составляющей этого рынка могли бы стать многочисленные мелкие валютные спекулянты, которые в настоящее время активно работают на рынке FOREX. Для их привлечения необходимы значительные административные, финансовые и интеллектуальные ресурсы, которые есть у крупнейшей биржи России.

Следует признать, что в настоящее время срочный рынок в России наиболее активно и динамично развивается на бирже РТС. Это так называемый рынок FORTS, начало которому было положено открытием в 1993 г. секции срочного рынка на бирже «Санкт-Петербург» (в то время Товарно-фондовой бирже). Важным этапом развития этого рынка явилась разработка и внедрение в июле 1997 г. системы электронных торгов, клиринга и расчетов по фьючерсным контрактам, которая позволила существенно повысить ликвидность рынка. До кризиса 1998 г. на бирже обращались многочисленные контракты на валютные и фондовые ценности. Однако основной объем заключаемых сделок относился к контракту на поставку акций РАО «Газпром».

Необходимо отметить, что единственной биржевой площадкой в России, которая смогла исполнить все обязательства в период кризиса 1998 г. и ни на один день не прерывала проведение торгов на срочном рынке, является именно биржа «Санкт-Петербург», что свидетельствует о значительном конкурентном преимуществе этого организатора торгов по сравнению с другими биржами России. В октябре 2001 г. бизнес по проведению торгов на срочном рынке вместе со всеми разработками, технологиями и командой менеджеров был передан фондовой бирже РТС и получил название FORTS (Futures and Options Russian Trading System) — российская система торговли фьючерсными контрактами и опционами.

В настоящее время на этом рынке в обращении находится большое количество классов фьючерсных контрактов на различные базовые активы, имеющие как финансовый, так и товарный характер. На начало сентября 2008 г. в список входили: фондовый индекс RTS; индекс РТС — потребительские товары и розничная торговля; индекс РТС — телекоммуникации; индекс РТС — нефть и газ; акции ГМК «Норильский никель»; акции ОАО «ЛУКОЙЛ»; контракт «Акции компаний электроэнергетической отрасли»; акции ОАО «Сургутнефтегаз»; акции ОАО «Газпром»; акции ОАО «Ростелеком»; обыкновенные и привилегированные акции ОАО «Сбербанк России»; обыкновенные акции ОАО «МТС»; акции ОАО «НОВАТЭК»; акции ОАО «Полюс Золото»; акции ОАО «НК «Роснефть»»; привилегированные акции ОАО «Транснефть»; обыкновенные акции ОАО «Уралсвязьинформ»; обыкновенные акции ОАО «Татнефть»; обыкновенные акции ОАО «Банк ВТБ»; обыкновенные акции ОАО «ГидроОГК»; обыкновенные акции ОАО «Северсталь»; облигации федерального займа выпуска ОФЗ—ПД; облигации городского облигационного (внутреннего) займа Москвы; облигации московского областного облигационного (внутреннего) займа; облигации ОАО «ФСК ЕЭС»; облигации ОАО «Газпром»; облигации

ОАО «РЖД»; средняя ставка рублевого однодневного кредита (депозита) на Московском межбанковском рынке MosIBOR overnight; ставка трехмесячного кредита MosPrime; средняя ставка однодневного кредита (депозита) на Московском денежном рынке MosPrime overnight; индекс доллара США; аффинированное золото в слитках; аффинированное серебро в слитках; дизельное топливо; сахарный песок; нефть сорта URALS. Список, в который входят 37 базовых активов, впечатляет, но еще больше впечатляет тот факт, что практически все эти контракты обладают пусть и в очень различной степени, но ликвидностью.

В начале истории обращения в данном списке все контракты являлись расчетными, за исключением контракта, который традиционно исполняется поставкой пакета акций РАО «Газпром». Однако к настоящему моменту все фьючерсные контракты на акции и облигации, а также ряд товарных контрактов являются поставочными, т. е. исполняются физической поставкой базового актива. Вероятной причиной такой нетипичной для мирового фьючерсного рынка ситуации являлось желание уйти от известной проблемы отнесения расчетных контрактов к сделкам пари, которые не подлежат судебной защите.

Еще одной особенностью фьючерсного рынка на РТС является поквартальное исполнение контрактов, имеющих в основе финансовый базовый актив. Все даты исполнения приходятся на середину последнего месяца в квартале — март, июнь, сентябрь и декабрь.

В рамках FORTS идет процесс развития рынка опционов. В настоящее время достаточно активно заключаются сделки с опционами call и put типов американского стиля, базовыми активами которых являются фьючерсные контракты, обращающиеся на рынке FORTS. По сути, они относятся к экзотической разновидности опционов, поскольку их исполнение сводится к открытию позиции на фьючерсном рынке по цене страйк. Данный сегмент пока не доминирует, но уже оказывает заметное влияние на рынок в целом.

На начало сентября 2008 г. на рынке обращались опционы на фьючерсные контракты со следующими базовыми активами: акции компаний электроэнергетической отрасли; аффинированное золото в слитках; акции ГК «Норильский никель»; акции ОАО «Газпром»; акции ОАО «ЛУКОЙЛ»; обыкновенные акции ОАО «МТС»; обыкновенные акции ОАО «НОВАТЭК»; обыкновенные акции ОАО «Полюс Золото»; индекс РТС; акции ОАО «НК «Роснефть»; акции ОАО «Ростелеком»; акции ОАО «Сбербанк России»; акции ОАО «Сургутнефтегаз»; аффинированное серебро в слитках; доллар США; привилегированные акции ОАО «Транснефть»; обыкновенные акции ОАО «Уралсвязинформ»; акции ОАО «Банк ВТБ».

Для того чтобы выявить особенности и определить действующие тенденции торговли на рассматриваемом рынке FORTS, составим его интегральный портрет, включающий итоги торгов по всем классам контрактов за год, и проанализируем их динамику за период существования этого рынка с 1997 по 2008 г. за первые 8 месяцев по август включительно. В анализируемые данные включены результаты торгов с 1997 по 2001 г. на бирже «Санкт-Петербург», поскольку, по сути, рынок FORTS зародился именно на этой бирже. Как и в случае с ММВБ, данные за 8 месяцев 2008 г. приведены к годовому значению.

В табл. 4 представлены данные, отражающие динамику количества сделок, заключенных на срочном рынке FORTS за период с 1997 г. по август 2008 г. включительно по всем классам и сериям обращавшихся фьючерсных и опционных контрактов. Весь период наблюдался рост количества сделок на рынке. Ускорение произошло в 2002 г., что можно связать с переходом рынка на РТС, и в 2006 г., что может быть связано с общим ускорением развития финансового рынка России. В сравнении с рынком ММВБ FORTS в этой части доминирует

Таблица 4

Число сделок по всем классам и сериям фьючерсов и опционов на рынке FORTS, ед.

Год	Сделок за год	Сделок в день	Сделок в минуту
1997	3828	15	0,03
1998	40 270	161	0,34
1999	27 593	110	0,23
2000	106 351	425	0,9
2001	141 494	566	1,2
2002	546 824	2187	5
2003	903 208	3613	8
2004	1 524 565	6098	13
2005	1 901 595	7606	16
2006	5 020 209	20 081	42
2007	11 676 036	46 704	97
2008	24 322 241	97 289	203

абсолютно. Так, если по итогам 2007 г. количество сделок на ММВБ составило 5710, то на рынке FORTS — 11 676 036. Для сравнения с рынком ММВБ также представлены данные оценки среднедневного и поминутного количества сделок. Данные табл. 4 позволяют сделать вывод о том, что в настоящее время рынок FORTS в целом обладает высокой ликвидностью по сделкам, причем этот показатель в последние годы растет очень высокими темпами.

Другими характеристиками ликвидности рынка служат количество контрактов, заключенных на срочном рынке FORTS за период с 1997 по август 2008 г., включительно по всем классам и сериям обращавшихся контрактов, и стоимость возникших в результате их заключения обязательств. Динамика этих величин представлена на рис. 4 и 5. Причем на графиках отражены данные как для рынка в целом, так и для рынка опционов в отдельности.

Динамика количества заключенных контрактов и их денежная оценка в целом повторяют характер изменения количества сделок и в последние годы испытывают значительный рост, а сама величина денежного оборота представляется весьма существенной составляющей для российского финансового рынка в це-



Рис. 4. Динамика количества контрактов на рынке в целом и опционов отдельно, заключенных на срочном рынке FORTS за период с 1997 г. по август 2008 г. включительно



Рис. 5. Динамика объема денежного оборота рынка FORTS в целом и его опционного сегмента отдельно за период с 1997 г. по август 2008 г. включительно

лом. Так, за 2007 г. на рынке FORTS было заключено 134 534 545 фьючерсных и опционных контрактов (ММВБ — 85 386 473), в результате чего возникли денежные обязательства на сумму 7 000 869 млн руб. (ММВБ — 2 207 518 млн руб.).

Что касается соотношения с рынком ММВБ, то в этой части обороты рынка FORTS превышают показатели своего конкурента, но не столь многократно, как по сделкам, а всего в два-три раза.

В табл. 5 приведены количественные данные, характеризующие динамику доли опционного рынка в общерыночном обороте на рынке FORTS. Как видно, доля опционов в сделках достаточно стабильна и составляет примерно 3%. Доля же опционов в контрактном и денежном обороте в последние годы испытывает тенденцию роста, что может привести в будущем к тому, что опционный сектор на рынке FORTS будет играть существенно более значимую роль.

Так же как и в случае ММВБ, в соответствии с правилами торгов FORTS возможно заключение внесистемных сделок, которые обозначены как адресные и, по существу, совпадают с внесистемными на ММВБ. РТС предоставляет в открытом доступе информацию, которая позволяет оценить долю таких сделок в общем объеме торгов только с 2003 г. Данные о доле адресных сделок в оборотах сделок, контрактов и в стоимости возникающих в результате заключения

Таблица 5

Динамика доли опционного рынка в общерыночном обороте на рынке FORTS, %

Год	Доля опционов на рынке в сделках	Доля оборота контрактов, опционы	Доля оборота опционов в денежном обороте
1997	0	0	0
1998	0	0	0
1999	5	6	6
2000	1	2	2
2001	4	2	2
2002	3	2	2
2003	4	6	6
2004	3	8	8
2005	6	14	12
2006	3	12	11
2007	3	15	14
2008	3	18	14

контрактов обязательств представлены в табл. 6. Как видно, доля таких сделок в их общем количестве ничтожно мала, а в контрактном и денежном обороте просто мала. Полученные результаты полностью соответствуют предположению о том, что рынок производных финансовых инструментов в секции срочного рынка биржи РТС (FORTS) является классическим биржевым рынком.

Интересно рассмотреть такие показатели, как количество контрактов, приходящихся на одну сделку, и стоимость обязательств, которые при этом возникают для адресных и безадресных сделок (см. табл. 6). Они полностью соответствуют характеристикам, которым должны удовлетворять сделки на классическом биржевом и на внебиржевом рынках. Большое количество спекулятивных сделок на биржевом рынке, для которых характерны незначительные объемы, является следствием существенной доли на таком рынке мелких спекулянтов.

Таблица 6

Доля адресных сделок в оборотах сделок, контрактов и в стоимости возникающих в результате заключения контрактов обязательств на рынке FORTS, %

Год	Доля адресных сделок в сделках	Доля адресных сделок в обороте контрактов	Доля адресных сделок в денежном обороте
2003	0,2	1	1
2004	0,1	3	3
2005	0,1	4	4
2006	0,1	5	4
2007	0,1	8	7
2008	0,04	11	6

Это, в свою очередь, приводит к малому количеству контрактов, приходящихся в среднем на одну сделку и соответственно к небольшим объемам денежных обязательств, возникающих в результате заключения такой усредненной сделки. Для внебиржевого рынка характерен другой состав участников. В отсутствие сколько-нибудь заметной доли спекулянтов и при существующих ограничениях по допуску на рынок участников только с высоким уровнем кредитоспособности основная активность на нем реализуется через действия крупных игроков — хеджеров, арбитражеров и дилеров. Это и определяет существенно большее количество контрактов, приходящихся в среднем на одну сделку и соответственно к значительным объемам денежных обязательств, возникающих в результате заключения такой усредненной сделки. Необходимо отметить, что по сравнению с рынком ММВБ внебиржевые сделки на рынке FORTS характеризуются существенно меньшими объемами. ММВБ не предоставляет в открытом доступе данные, на основе которых возможно разделить сделки на системные и внесистемные, но, учитывая, что внесистемные (внебиржевые) сделки полностью доминируют на этом рынке (см. рис. 3), можно для оценки использовать все сделки. Так, в 2007 г. объем денежных обязательств, возникших в среднем в результате заключения внебиржевой (с учетом вышесказанного) сделки на срочном рынке ММВБ, составил 386 605 749,44 руб. в рамках 14 954 контрактов, в то время как на РТС — 70 334 839 руб. и 1437 контрактов. Эти данные можно также использовать в качестве характеристики специфики состава участников торгов на каждой из бирж.

Для более полного анализа ситуации на бирже необходимо провести подробное исследование количественных характеристик и их динамики для всех классов обращающихся контрактов. Но в данном исследовании мы, как и в случае ММВБ, ограничимся рассмотрением структуры рынка по базовым активам за

Таблица 7

Среднее число контрактов, приходящихся на одну сделку, и стоимость обязательств адресных и безадресных сделок на рынке FORTS

Год	Контрактов на безадресную сделку, ед.	Контрактов на адресную сделку, ед.	Рублей на безадресную сделку	Рублей на адресную сделку
2003	37	174	6339	1 127 953
2004	28	1406	7932	10 957 779
2005	28	1294	12 900	15 411 939
2006	17	1542	30 386	41 943 135
2007	11	1437	52 301	70 334 839
2008	10	1907	55 427	81 486 617

2007 г. Эти данные представлены в табл. 8. Они включают в себя данные только по результатам обращения семи классов фьючерсных контрактов, которые показали максимальные результаты по денежному обороту за период.

Как видно, доминирующую, но не подавляющую роль на рынке FORTS играл контракт на индекс РТС, что может быть связано с активным хеджированием участниками рынка рисков российского фондового рынка, отличающегося высокой волатильностью. В то же время значительную долю рынка занимали контракты на поставку акций ряда российских эмитентов. Вторым безусловным лидером являлся фьючерсный контракт на поставку акций РАО «ЕЭС», после которого находились также поставочные контракты на акции российских эмитентов, и на последнем месте стоит расчетный контракт на курс доллара США.

Таблица 8

Структуры срочного рынка ММВБ по базовым активам за 2007 г.

	Оборот сделок, ед.	Оборот контрактов, ед.	Оборот, руб.
Индекс РТС	4 280 489	33 841 151	3 539 841 748 288
РАО «ЕЭС»	2 921 197	29 699 645	996 304 738 703
ОАО «Газпром»	1 885 189	22 780 660	663 237 555 640
ОАО «ЛУКОЙЛ»	1 071 617	10 101 867	211 595 119 240
ОАО «Сбербанк»	309 301	1 439 966	143 872 154 974
ГМК «Нор. никель»	413 998	2 194 972	132 535 261 619
Доллар США	16 283	4 418 597	111 329 033 758
Итого	10 898 074	104 476 858	5 798 715 612 22

На рис. 6—8 представлены данные о долях рынка, которые заняли семь вышеперечисленных классов контрактов на рынке FORTS в 2007 г. по оборотам сделок.

Как видно, рынок FORTS по сравнению с ММВБ обладает существенно более высокой степенью диверсификации обращающихся на нем инструментов. Причем ни один из них не доминирует абсолютно на рынке, как фьючерсный контракт на доллар США в случае ММВБ.

Подводя итог проведенного исследования, можно констатировать, что на начало сентября 2008 г. в России сформировался срочный рынок, представленный двумя сегментами, сравнимыми по объемам обращающихся на них обязательств. Один из них является типично внебиржевым рынком договорных сделок с малым их числом и большим объемом обязательств, возникающих в ре-

зультате заключения каждой из них. Роль основного игрока в этом сегменте играет ММВБ, а доминирующим инструментом является фьючерсный контракт на курс доллара США. Очевидно, что такая парадоксальная ситуация (внебиржевой рынок на бирже) не имеет перспектив стабильного существования в те-

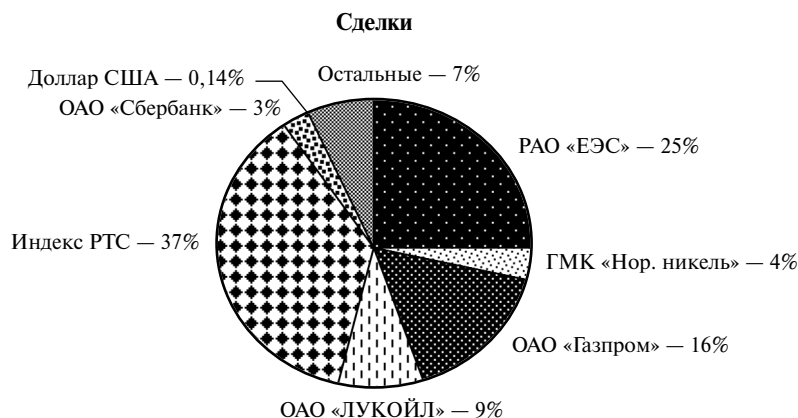


Рис. 6. Доли рынка, которые заняли семь наиболее ликвидных классов контрактов на рынке FORTS в 2007 г. по оборотам сделок контрактов и по объему денежных обязательств, возникших в результате заключения сделок с ними

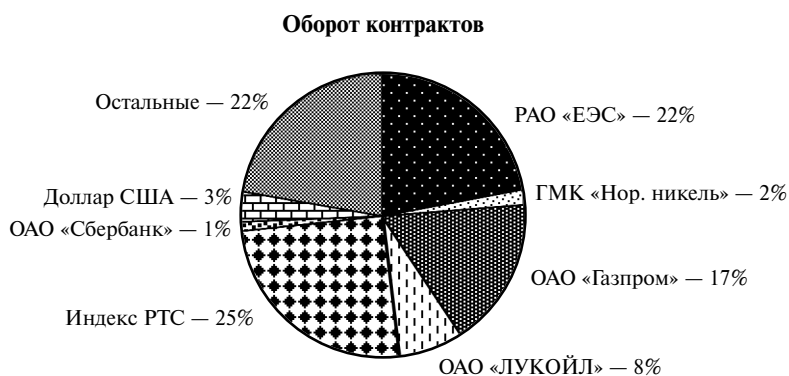


Рис. 7. Доли рынка, которые заняли семь наиболее ликвидных классов контрактов на рынке FORTS в 2007 г. по оборотам контрактов

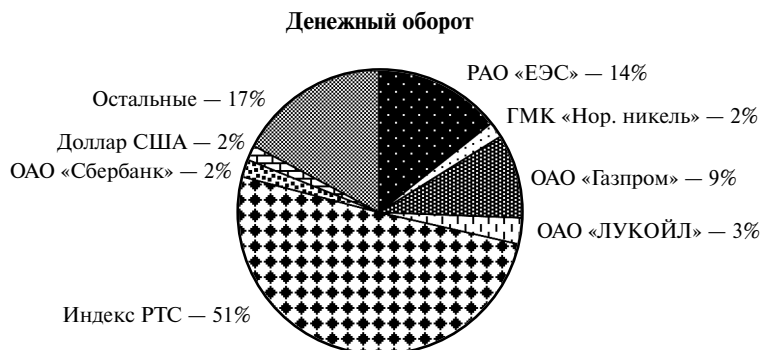


Рис. 8. Доли рынка, которые заняли семь наиболее ликвидных классов контрактов на рынке FORTS в 2007 г. по объему денежных обязательств, возникших в результате заключения сделок с ними

чение длительного периода времени. В этой ситуации участники рынка испытывают только недостатки биржевого фьючерсного рынка в виде дополнительных по отношению к внебиржевому форвардному рынку затрат на открытие и поддержание позиций, но не могут воспользоваться его преимуществами в виде высокой ликвидности, возможности досрочного закрытия позиции и рыночного ценообразования. Механизмы гарантии исполнения обязательств, реализуемые через начальную и вариационную маржу, не столь важны для внебиржевого рынка, центральные участники которого — дилеры гарантируют исполнение обязательств своей высокой кредитоспособностью.

Наиболее вероятными представляются три варианта развития этой ситуации. Первый: ММВБ выделяет этот бизнес в самостоятельный внебиржевой рынок финансовых форвардных контрактов, потребность в котором в современной экономике России весьма высока. В этом случае происходит сегментирование рынка и существенно снижается ожесточенная конкуренция, существующая между двумя ведущими биржами России на сегодняшний день.

Второй: формирование настоящего фьючерсного рынка с привлечением на него большого числа мелких участников — спекулянтов, основная роль которых сводится к поддержанию высокой ликвидности. При этом не исключено, что процедура выделения форвардного рынка состоится в любом случае, поскольку для крупных участников такой рынок представляется предпочтительным. Оба сегмента не являются конкурентами, но дополняют друг друга в плане возможностей и условий заключения сделок. Результаты попытки построения высоколиквидного срочного биржевого рынка на базе ММВБ представляются неопределенными. С одной стороны, ММВБ является биржей, на которую приходится основная доля оборота реального рынка фондовых инструментов в России, что является серьезным конкурентным преимуществом, а также обладает серьезным административным ресурсом и влиятельным лобби в законодательных и исполнительных структурах. С другой стороны, наличие ряда конфликтных моментов в истории развития рынка, которые упоминались выше, и неудавшаяся попытка восстановления этого сегмента рынка после кризиса свидетельствуют не в пользу успешной реализации данного проекта. Основным препятствием к построению такого рынка на ММВБ является наличие высоколиквидного, динамично развивающегося (как по объемным характеристикам, так и по качеству), достаточно широко диверсифицированного по инструментам, обладающего хорошей историей и высокими технологиями рынка в России. Это второй сегмент срочного рынка современной России — биржевой рынок производных финансовых инструментов, который существует на рынке FORTS на базе биржи РТС.

В качестве третьего сценария можно предположить объединение двух лидеров срочного рынка ММВБ и РТС в одну структуру — мегаорганизатора торгов на срочном рынке. Такой вариант имеет как преимущества, так недостатки с позиции эффективности функционирования рынка. К положительным моментам можно отнести синергетические моменты объединения технологических, финансовых, репутационных, людских и лоббистских ресурсов. Минусом такого развития ситуации является исчезновение стимулирующей роли конкуренции для дальнейшего развития рынка.

К выявленным в процессе исследования общим недостаткам рынка производных финансовых инструментов России можно отнести явно недостаточное развитие обращения инструментов с базовыми активами, основанными на некоторых репрезентативных процентных ставках и инструментах товарного характера. Причем недостатком является не отсутствие разработанных и предложенных к обращению контрактов на биржах, а недостаточная активность торгов

ими. Развитие этих секторов рынка могло бы позволить участникам рынка реализовывать разнообразные стратегии хеджирования риска неблагоприятного движения цен базовых активов, что, в свою очередь, в какой-то мере способствовало бы большей стабильности на финансовом и товарно-сырьевом рынках России.

Источники

ГК РФ — Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть вторая от 26 января 1996 г. № 14-ФЗ, в ред. от 30 декабря 2006 г. № 276-ФЗ.

ГК РФ — Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть вторая от 26 января 1996 г. № 14-ФЗ, в ред. от 14 июля 2008 г.