

Финансы, банки
и налогообложение

д-р экон. наук, профессор

С.М. Бухонова,

магистрант

В.Н. Стригунов

Белгородский государственный

технологический университет

им. В.Г. Шухова

**ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ МИРОВОГО И РОССИЙСКОГО
РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

Сегодня рынок производных финансовых инструментов (ПФИ), он же срочный рынок, он же рынок девиративов, является важной частью мирового финансового рынка. Срочный рынок оказывает огромное влияние как на мировой финансовый рынок, так и на различные экономические, а, как следствие, политические и социальные процессы в мире. Рынок, торговый оборот которого в начале 90х годов XX века не превышали 100 трлн. долларов США, сегодня достигает оборота в 700 трлн. долларов США в год и превышает почти в 10 раз совокупный мировой ВВП. В условиях такого роста, а, как следствие, высокой волатильности цен, роста процентных ставок и валютных курсов, многократно возрастают и финансовые риски участников экономических отношений. Проблема хеджирования рисков стала одной из важнейших макроэкономических проблем, решение которой позволит обеспечить устойчивость мировой экономики. Большинство последних крупнейших финансовых кризисов, произошедших в истории за период с 70х годов по сегодняшние дни, так или иначе, связаны именно с рынком срочных финансовых инструментов.

Развитие мирового срочного рынка. Что бы понять основные проблемы рынка производных финансовых инструментов нужно вспомнить историю образования самого рынка. Как финансовый инструмент опционы и фьючерсы, базовым активом которых были акции, впервые появились на бирже Амстердама в 1611 г. Известно также, что в XVII - XVIII вв. в Японии уже торговали фьючерсами. Зарождение организованной срочной торговли в США можно отнести к 1752 г. – времени образования Нью-Йоркской Продовольственной биржи. Первая срочная биржа - Чикагская торговая палата, была образована в 1848 г. В период с 1920 по

1973 гг. торговля опционами на ценные бумаги осуществлялась не более чем десятью мелкими фирмами, расположенными в Соединенных Штатах Америки. В последствии именно эти компании и организовали Ассоциацию брокеров и дилеров. Изменения 1970-х гг., которые повлекли за собой замену старой системы стабильных валютных курсов на новую систему плавающих курсов валют вызвали бурный рост международных рынков капитала, что ускорило развитие национальных фондовых рынков. Именно после этих событий возникает острая потребность в новых страховых инструментах.

Фьючерсная торговля иностранной валютой - английскими фунтами стерлингов, канадскими долларами, германскими марками, французскими франками, японскими иенами и швейцарскими франками, была начата по инициативе Чикагской коммерческой биржи 16 мая 1972 г. Торговля фьючерсными контрактами на финансовые активы, такими, как ипотека, государственные ценные бумаги, банковские депозиты, базой для которых служат процентные ставки, в США началась в 1975 г.

16 мая 1972 г., на Чикагской товарной бирже была открыта торговля валютными фьючерсами. Именно эту дату принято считать – днем рождения рынка производных финансовых инструментов. После чего начинается активная торговля производными финансовыми инструментами, которая отличалась хорошей ликвидностью. Мировой рынок производных финансовых инструментов, пошел по пути развития США и стал развиваться быстрыми темпами после либерализации мировой финансовой системы и перехода к плавающим валютным курсам.

Наряду со стандартными биржевыми контрактами стали возникать внебиржевые контракты с индивидуальными условиями, а, как следствие, и внебиржевой рынок, который, в свою очередь, существенно расширил возможности участников рынка по хеджированию рыночных рисков. Срочные биржи в мировой экономике являются центрами финансовой активности и ценообразования по многим активам.

В конце 20 – начале 21 века произошли заметные структурные и инфраструктурные изменения, связанные с развитием передовых технологий, способствующих развитию биржевой и внебиржевой торговли. Данные изменения немедленно отразились на финансовых потоках и привлечении новых участников. Возрастание конкуренции и глобализация финансовых рынков способствует ускорению процессов консолидации и объединения бирж. В 1998 г. в результате слияния немецкой Deutsche Terminbourse и швейцарской SOFFEX происходит образование крупнейшей мировой электронной биржи EUREX.

Основными факторами опережающего роста внебиржевого оборота по сравнению с биржевым являются увеличение объемов рынка свопов и более короткий срок обращения биржевых инструментов.

Российский рынок производных финансовых инструментов. Срочный рынок – крупнейшая в России и одна из ведущих в мире площадок по торговле производными финансовыми инструментами, сочетающая в себе высокую ликвидность, широкую продуктовую линейку, гарантии ЦК, а также самые современные технологии торговли фьючерсами и опционами. В настоящее время на срочном рынке обращаются производные финансовые инструменты, базовыми активами которых являются фондовые индексы, акции российских и иностранных эмитентов, ОФЗ, иностранная валюта, процентные ставки и товары (нефть, драгоценные и промышленные металлы).

Существует ряд различных мнений касательно пути развития российского срочного рынка. Кто-то полагает, что рынок в Российской Федерации развивается в духе международных тенденций, другие эксперты, наоборот, отрицают развитие в русле международных тенденций и считают – что российский рынок пошел исключительным путем. Справедливо будет думать, что в какой-то степени правы и те, и другие. Российский рынок относительно молод, и не мог развиваться без зарубежных примеров. Если провести анализ основных факторов развития российского срочного рынка производных финансовых инструментов, то можно сделать вывод о том, что его становление и развитие идет в русле мировых глобальных тенденций, но с исключительным учетом специфических особенностей функционирования и степени развития национальных финансовых рынков. Нужно полагать, что, как и любой Российский рынок, рынок производных финансовых инструментов выбрал свой вектор развития и направление движения. Однако в глобальных условиях мировой экономики важным фактором является четкая координация действий с другими глобальными рынками развитых и развивающихся стран. При этом очевидно одно – становление и последующее развитие рынка производных финансовых инструментов сопровождалось спадами, кризисами и подъемами. Хорошим примером можно считать кризис 1998 г., затронувший не только развитые страны, но и развивающиеся. Финансовый коллапс указал на уровень развития российского рынка ПФИ – рынок был разрушен практически до основания.

Период восстановления российского рынка приходится на 2002 г. Именно в 2002 г., согласно отчетности Банка Международных Расчетов (БМР), ЦБ РФ, срочный рынок производных финансовых инструментов, показывает положительную динамику развития. Оборот срочного российского рынка обеспечен, в большей степени, операциями наиболее актив-

ных участников на денежном рынке, то есть, банками. Операции частных инвесторов практически отсутствуют. Между тем, наблюдается значительный интерес к таким операциям со стороны как профессиональных участников, так и со стороны частного инвестора. Они готовы и хотят выходить на биржу.

Фондовый рынок представлен биржей ММВБ – Московской Межбанковской Валютной Биржей, и рынком фьючерсов и опционов - Фондовой биржей РТС FORTS. На данный момент можно заметить преобладание именно биржевого сегмента, а не срочного. Так торговый оборот биржевого рынка значительно превышает оборот по срочному рынку. Это объясняется тем, что кредитные деривативы являются одними из самых сложных и используются, в основном, только профессиональными участниками рынка, в то время как валютные ПФИ часто используются не только кредитными организациями и инвестиционными компаниями, но и нефинансовыми организациями. На товарном и фондовом рынках ПФИ присутствует по 600000 участников на каждом, а на процентном – около 230 000.

Сильная заинтересованность участников российского рынка в валютных деривативах связана со значимой ролью валютных операций и необходимостью хеджировать валютный риск в условиях действующего режима плавающего валютного курса и регулятивных ограничений на открытую валютную позицию банков. Хеджирование процентного риска менее распространено на текущий момент на внутреннем рынке, так как управление процентным риском только начинает развиваться.

В 2013 году после исполнения решений G20 по усилению роли ЦК на финансовых рынках и необходимости перевода торгов СПФИ на биржевые площадки уже в 2017 году рынок СПФИ продемонстрировал впечатляющие результаты. Суммарный объем торгов на рынке СПФИ за 2017 год составил 110.4 млрд. рублей. Наибольшая активность была зафиксирована в операциях с валютно-процентными, процентными и валютными свопами.

Внебиржевой рынок в Российской Федерации представлен, прежде всего, валютными форвардами и валютными свопами. Доля внебиржевого рынка мала и относительно менее ликвидна потому, в большей степени, представлена профессиональными участниками рынка – банками, управляющими компаниями. Частный инвестор на внебиржевом рынке РФ производных финансовых инструментов редкость и вызвано это не только большой стоимостью лота, но и нормативными актами ЦБ РФ, которые допускают к совершению сделок только инвесторов с повышенным уровнем риска. Внебиржевые рынки опционов и свопов интенсивно наращивают номенклатуру производных инструментов. В какой-то степени, пе-

ренимая успешный зарубежный опыт, на российском финансовом рынке появляются комплексные, комбинированные, производные инструменты, которые занимают заметное место в структуре рынка. При этом, как мы можем видеть, ликвидность таких инструментов в значительной степени мала в сравнении с мировыми рынками.

Ключевой особенностью российского рынка, является также то, что срочные контракты продолжают оставаться преимущественно спекулятивными инструментами. Именно поэтому можно видеть высокую волатильностью котировок. Вместо того, чтобы страховать риски рынок производных финансовых инструментов, при определенных условиях, может усиливать нестабильность финансового рынка в целом. В большей степени именно этот фактор мешает привлечь на Российский срочный рынок, долгосрочных инвесторов, которые смотрят на рынок, как на способ хеджирования своих рисков. Факт высокой волатильности также пугает зарубежного инвестора, который не готов платить из своего кармана за риск.

Еще одним фактором спекулятивной направленности большинства сделок на срочном биржевом рынке является то, что сделки краткосрочны. Это затрудняет потенциальным инвесторам поиск контрагента и увеличивает издержки хеджирования срочными контрактами. Рост числа спекулянтов на рынке оказывает неоднозначное влияние на его стабильность. Бытует мнение, что краткосрочные сделки на рынке нужно запретить вообще. Так, рынок помнит рост курса доллара 14 декабря 2014 г., который в большей степени был вызван спекулятивными сделками профессиональных участников торгов. Нужно понимать, что, с одной стороны, спекулятивные операции способствуют повышению ликвидности рынка и, соответственно, росту возможностей участников рынка для страхования ценовых рисков по базовым активам, но также важно учитывать, что с другой стороны, операции спекулянтов дестабилизируют рынок, увеличивая ценовой риск по самим производным инструментам.

Хорошую поддержку срочному рынку оказывало наличие дополнительной, так называемой, «вечерней» сессии FORTS, что позволяет участникам торгов не только реализовывать самые различные стратегии: страхования риска изменения курса этих валют, совершать спекулятивные сделки, проводить межрыночный арбитраж с зарубежными биржевыми площадками, на которых котируются такие же контракты, но и оперативно реагировать на изменения конъюнктуры мирового рынка. Что, в свою очередь, может существенно снизить, либо полностью исключить потери при стрессовой ситуации на мировых рынках. Так, в условиях глобальной нестабильности на развивающихся и развитых финансовых рынках фьючерсы на золото всегда играли роль «тихой гавани» для инвесторов. При-

нято считать, что золото выступает своего рода защитным финансовым активом. Соответственно, срочные финансовые защитные активы позволяют хеджировать инвестора в самых неблагоприятных ситуациях.

Сделав сравнительный анализ, можно заметить, что в 2018 году суммарный объем торгов на срочном рынке вырос на 5,6 % по сравнению с 2017 годом (до 89,26 трлн. рублей), в том числе, объем торгов фьючерсами увеличился на 6,15 % (до 82,4 трлн. рублей). Объем торгов опционами остался на уровне 2017 года и составил 6,87 трлн. рублей. Невысокие темпы роста оборотов торгов обусловлены небольшой волатильностью валютных курсов и индексов, которые являются базовыми активами наиболее популярных инструментов срочного рынка. В то же время, объем торгов в секции товарных контрактов демонстрирует уверенный рост: в 2018 году объем торгов товарными фьючерсами увеличился на 28,5 %, опционами на товары – на 67,4 %. Объем открытых позиций по товарным фьючерсам к концу 2018 года вырос на 30,5 % по сравнению с концом 2017 года – до 50,6 млрд. рублей. Лучшая динамика зафиксирована во фьючерсах на нефть марки Brent: по итогам 2018 года объем торгов данным контрактом вырос на 19,5 % по сравнению с 2017 годом, составив 17,25 трлн рублей. Это позволило Бирже выйти в лидеры мировых бирж по названному показателю согласно данным Международной ассоциации по торговле деривативами (FuturesIndustryAssociation, FIA).

Российский рынок ПФИ по структуре инструментов близок к другим рынкам EME, существенно отличаясь от европейского рынка. В отличие от стран с развитыми экономиками на EME преобладают валютные, а не процентные деривативы. Наиболее используемыми на российском рынке являются валютные ПФИ. Их доля составила 79% за 2018 г., причем в 2017 г. она была еще выше – 88%. Процентные деривативы занимают лишь небольшую долю на внутреннем рынке (около 10%). 2018 год стал для срочного рынка годом активного запуска новых контрактов: у российских участников рынка и их клиентов расширились возможности при инвестировании, прежде всего, в инструменты глобального финансового рынка. Новые контракты позволили инвесторам осуществлять операции с иностранными инструментами в российской юрисдикции по понятным механизмам, используя преимущества биржевого рынка: прозрачность ценообразования, ликвидность и надежность инфраструктуры. В июне 2018 г. начались торги фьючерсными контрактами на индекс акций американских эмитентов US500. Базовым активом нового фьючерса стал Solactive US LargeCapIndex, который рассчитывается на основе цен акций 500 крупнейших по капитализации компаний США. С даты запуска контракта участниками срочного рынка совершено более 2 тыс. сделок на общую сумму 93 млрд. рублей. Открытый интерес на конец 2018 года

составил 530 млн. рублей. На фоне активизации рынка товарных деривативов Биржа запустила в 2018 году ряд новых инструментов в этом сегменте. Так, в апреле стартовали торги фьючерсными контрактами на нефть марки LightSweetCrudeOil – один из самых популярных сортов сырой нефти в мире, и маржируемыми опционами на них. С момента начала торгов свыше 820 участников совершили сделки на 50 млрд рублей по фьючерсам и на 5,7 млрд рублей по опционным контрактам. В конце октября начались торги фьючерсными контрактами на цветные металлы – алюминий, никель, цинк и медь. В том же месяце стартовали поставочные фьючерсные контракты на золото, которые связали рынок драгоценных металлов со срочным рынком Биржи. Поставка золота осуществляется на рынок драгметаллов, зачисление позиций происходит на металлические счета участников торгов, открытые в НКЦ.

Таблица 1

Объёмы торгов срочного рынка по итогам 2018 г.

	2016	2017	2018	Изм. 2018/2017 (%)
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
Объёмы торгов на срочном рынке, млрд. рублей	115 271	84 497	89 263	5,6
Фьючерсы, млрд. рублей	109 489	77 624	82 397	6,1
Валютные	64 561	39 460	37 868	-4,0
Процентные	27	17	10	-38,7
Фондовые	3 529	3 383	4 439	31,2
Индексные	26 138	18 486	19 161	3,7
Товарные	15 234	16 278	20 918	28,5
Опционы, млрд. рублей	5 782	6 873	6 866	-0,1
Валютные	2 119	2 184	2 047	-6,3
Фондовые	87	35	25	-28,7
Индексные	3 434	4 440	4 438	-0,1
Товарные	142	213	356	67,4

Ситуация на российском рынке к 2018 г. частично стабилизировалась, что проявилось в положительной динамике оборотов торгов на отдельных сегментах рынка и введении в обращение новых финансовых инструментов. Дальнейшее развитие российского рынка производных финансовых инструментов будет зависеть, в первую очередь, от эффективности мер

дальнейшего регулирования рынка со стороны государства, а также от конъюнктуры международных рынков, цены основных базовых активов и совершенствования системы управления рисками на срочных биржах.

Основными проблемами развития рынка производных финансовых инструментов связаны с системой регулирования их обращения. В этом направлении остаются нерешенными в полной мере задачи, связанные с налогообложением и бухгалтерским учетом операций с производными финансовыми инструментами. Эти проблемы могут привести к возникновению серьезных налоговых и бухгалтерских рисков. Налоговый риск связан, в первую очередь, с неправильной интерпретацией законодательства в отношении сделок с производными инструментами и приводящий к неопределенности финансовых последствий этих сделок после уплаты налогов. Идеология налогообложения операций на рынке ПФИ должна быть, в первую очередь, стимулирующей, прозрачной, а не фискальной. Стимулирующие механизмы налогообложения должны поощрять применение инструментов ПФИ и ограничивать их использование в целях спекуляции. Совершенствование налогообложения в данном направлении позволит увеличить устойчивость и ликвидность этого рынка, расширить спектр обращающихся инструментов, создать условия для дальнейшего развития рынка ПФИ.

Бухгалтерские риски связаны с возможностью неправильного отражения в бухгалтерском учете операций с производными финансовыми инструментами. Для дальнейшего успешного развития российского рынка ПФИ, привлечения новых участников необходимо максимально быстро приблизить российские правила бухгалтерского учета к международным стандартам в части учета операций с производными финансовыми инструментами. В большой степени это задачи законодателей. Хотелось бы выделить и такие направления, как судебная защита расчетных контрактов и совершенствование законодательства о биржах и организаторах торговли. Кроме того, нужно усилить механизмы пресечения инсайдерской торговли, манипулирования и других злоупотреблений на рынке производных финансовых инструментов. Необходимо обеспечить полную прозрачность и независимость биржевых и срочных сделок, что позволит защитить права добросовестных участников рынка. Что касается внебиржевого рынка, то для его эффективного развития требуется введение механизмов ликвидационного неттинга при банкротстве контрагента.

Сдерживающим факторов роста российского рынка ПФИ выступает также некоторая неопределенность экономического развития, сложившаяся с конца 2014 г., которая затрудняет приток иностранного капитала на российский фондовый рынок. Более того, в последние годы мы наблюда-

ем отток иностранного капитала, что влияет на ликвидность финансовых инструментов, котируемых на фондовом и срочном рынке.

Также необходимо решать вопросы привлечения частного инвестора на рынок ПФИ. В сложившихся экономических условиях, важно понимать значимость фондового рынка. Основными драйверами в этом направлении должны выступать банки, брокерские компании, лицензированные ЦБ РФ. Именно брокер должен отвечать за клиентский портфель и минимизировать риски частного инвестора. В этом направлении важна детальная проработка нормативной и законодательной базы со стороны ЦБ РФ и Министерства финансов РФ. Привлечение на фондовый рынок частного капитала может способствовать значительному росту рынка ПФИ. Хорошим примером является индивидуальный инвестиционный счет (ИИС), разработанный в 2014 г. Министерством финансов РФ с координацией ЦБ РФ. Появление такого уникального брокерского счета способствовало не только росту денежного потока на фондовом рынке, но и вызвало бурный интерес к биржевым продуктам. Внедрение инструмента подобного рода на срочном рынке позволит направлять частные финансовые потоки в производные финансовые инструменты даже в условия внешнеэкономического давления, высокой инфляции, и политической напряженности, что, безусловно, будет способствовать развитию всего Российского фондового рынка.

Библиографический список

1. Налоговый кодекс РФ [Электронный ресурс]: часть вторая от 5 авг. 2000 г. №117-ФЗ.
2. О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса РФ и отдельные законодательные акты РФ [Электронный ресурс] : федер. закон от 25 нояб. 2009 г. №281-ФЗ.
3. Банк международных расчетов [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: [http:// www.bis.org](http://www.bis.org).
4. Московская межбанковская валютная биржа [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: [http://www. micex.ru](http://www.micex.ru).
5. Центральный банк РФ [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.
6. Фондовая биржа РТС [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: <http://www.rts.ru>.
7. Фельдман А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты [Текст] / А.Б. Фельдман. М.: Экономика, 2008.

Рекомендовано кафедрой
финансового менеджмента
БГТУ