

**ПАВЕЛ СОЛОВЬЕВ**

аспирант кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ

БИРЖЕВОЙ РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В РОССИИ И ЕГО ЛИКВИДНОСТЬ

В СТАТЬЕ РАССМАТРИВАЮТСЯ ПРОБЛЕМЫ, СВЯЗАННЫЕ СО СТРУКТУРОЙ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ, БИРЖЕВЫМИ ТЕХНОЛОГИЯМИ, ИНФРАСТРУКТУРОЙ, ИНФОРМАЦИОННОЙ ЗАМКНУТОСТЬЮ И ЛИКВИДНОСТЬЮ.

Российский рынок производных финансовых инструментов (далее — ПФИ) практически прекратил свое существование после финансового кризиса 1998 г. Несколько крупнейших и большинство менее крупных по объемам торговли срочных бирж прекратили свою деятельность в связи с неплатежеспособностью их клиринговых организаций. Позже некоторые биржи пытались развивать рынок ПФИ.

В частности, наряду с продолжающей деятельность на данном сегменте финансового рынка ФБ «Санкт-Петербург» в сентябре 1998 г. начала торговлю ПФИ Московская фондовая биржа. Однако ни на одной из срочных бирж значимая ликвидность не была сформирована до 2001 г. Кроме того, к 2000 г. практически прекратилось заключение сделок с ПФИ на Московской фондовой бирже.

Конец 2000 г. стал началом периода восстановления биржевого рынка производных финансовых инструментов. В ок-

тябре 2000 г. были открыты торги на Санкт-Петербургской валютной бирже, а во второй половине ноября — на Московской межбанковской валютной бирже. С 2001 г. стали увеличиваться объемы торгов с ПФИ и начала формироваться ликвидность биржевого рынка.

В первом полугодии 2004 г. среднедневной объем торгов на российском биржевом рынке ПФИ составил примерно 67,9 млн долл.¹, причем в июне был достигнут рекордный показатель с начала 2001 г. — 129,3 млн долл. При этом если в 2001, 2002 и 2003 гг. общий (годовой) объем торгов рынка ПФИ в России составил 0,69, 3,54 и 10,10 млрд долл. соответственно, то только по итогам первого полугодия 2004 г. он превысил 8,38 млрд долл. (рис. 1).

Также большие темпы роста показывает другой количественный показатель рынка производных финансовых инструментов — объем открытых позиций, который

увеличился со среднего за месяц уровня в 9,95 млн долл. (декабрь 2001 г.) до 639,20 млн долл. (июнь 2004 г.) (рис. 2).

Следует отметить, что средний объем открытых позиций (помесячно) с начала 2001 г. превышал средние дневные объемы торгов, причем с февраля 2003 г. — в 2 раза и более. Это означает, что ликвидность рынка ПФИ в целом, его объем, позволяют в случае необходимости осуществить закрытие всех открытых позиций более чем за 2 дня.

ТЕРРИТОРИАЛЬНАЯ СТРУКТУРА БИРЖЕВОГО РЫНКА ПФИ В РОССИИ

Рынок ПФИ, как и финансовый рынок в целом, сконцентрирован преимущественно в Москве и Санкт-Петербурге. В настоящее время активно осуществляют деятельность по организации торговли ПФИ 5 российских бирж:

¹ Количественные показатели биржевого рынка ПФИ рассчитаны автором на основе ежедневных итогов торгов, публикуемых российскими срочными биржами (ММВБ, СПББ, ФБ «РТС», ФБ «Санкт-Петербург», Биржа «Санкт-Петербург», Сибирская биржа) на официальных Интернет-сайтах.

- Московская межбанковская валютная биржа;
- Санкт-Петербургская валютная биржа;
- Фондовая биржа «РТС» совместно с Фондовой биржей «Санкт-Петербург»;
- Биржа «Санкт-Петербург»;
- Сибирская биржа (ранее — Сибирская фондовая биржа).

В 2003 — первом полугодии 2004 г. лучших показателей по объему торгов и открытым позициям достигли Фондовая биржа «РТС» и Санкт-Петербургская валютная биржа. При этом если на ФБ «РТС» совершается около 70% объема сделок с ПФИ, то на СПБВ приходится более 70% открытых позиций (рис. 3).

Основные участники торгов — это коммерческие банки и финансовые компании центрального региона. Однако биржи, прежде всего ММВБ и РТС, активно развивают и региональную торговлю. Участники рынка из различных регионов имеют возможность подключаться к торгам через удаленные рабочие места. Кроме того, ММВБ предоставила региональным участникам возможность доступа к торгам через терминалы, расположенные на четырех региональных биржах: Уральской региональной валютной бирже, Нижегородской валютно-фондовой бирже, Сибирской межбанковской валютной бирже (Новосибирск) и Самарской валютной межбанковской бирже. Исключение — Сибирская биржа (Новосибирск), на которой присутствуют финансовые и производственно-сбытовые компании из Сибирского региона.

ИНСТРУМЕНТЫ БИРЖЕВОГО РЫНКА ПФИ В РОССИИ

Российский рынок производных финансовых инструментов сконцентрирован не только территориально. С позиции базовых активов обращающихся инструментов и их долей в общих объемах торгов и открытых позициях в его структуре преобладают финансовые ПФИ. Однако, в отличие от зарубежных рынков ПФИ, где в объемах торгов и в открытых позициях 1-е место занимают фьючерсы и опционы на долгосрочные и краткосрочные процентные инструменты (государственные облигации, коммерческие бумаги, ставки по банковским депозитам и др.), в России преимущественное положение у ПФИ на фондовые и валютные активы (рис. 4).

С точки зрения видов производных финансовых инструментов, их долей в объемах торговли и открытых позициях структура российского биржевого рынка ПФИ в

целом соответствует структуре зарубежных рынков: фьючерсы преобладают над опционами в объеме торгов, но уступают им в объеме открытых позиций (рис. 5).

В совокупном объеме торгов в первом полугодии 2004 г. доля фьючерсов составила 68,20%. Хотя в среднем в этот период доля опционов была на уровне 31,80%, в различные месяцы она сильно колебалась: от 3,91% в январе до 50,58% в марте и 54,34% в июне 2004 г. (см. рис. 5). Такие колебания доли опционов в общем объеме торгов

На российском биржевом рынке ПФИ обращаются опционы колл и пут американского и европейского стиля исполнения. При этом по всем опционам осуществляются расчеты традиционного типа, с уплатой премии по опционам при их заключении.

Таким образом, одна из проблем современного российского срочного рынка — его структура. В объемах торгов преобладают фьючерсные контракты. Они же являются единственными инструментами на трех из перечисленных выше бирж. При этом торговля опционами на СПБВ

Рисунок 1. ДИНАМИКА ОБЪЕМА ТОРГОВ НА БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ПФИ

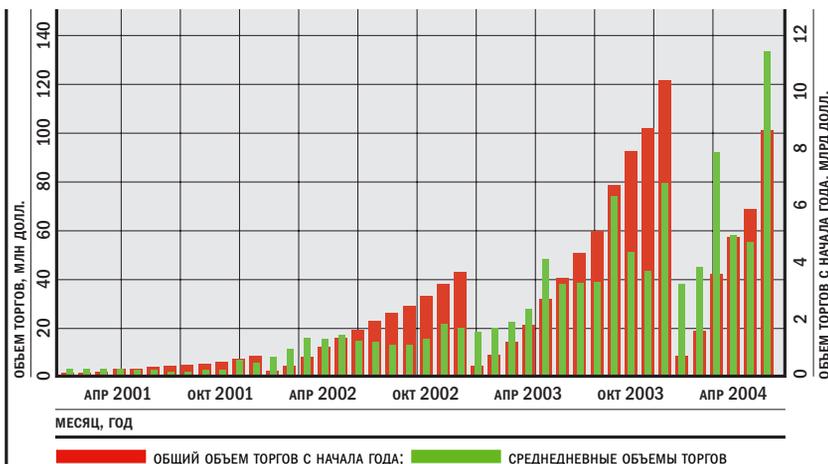
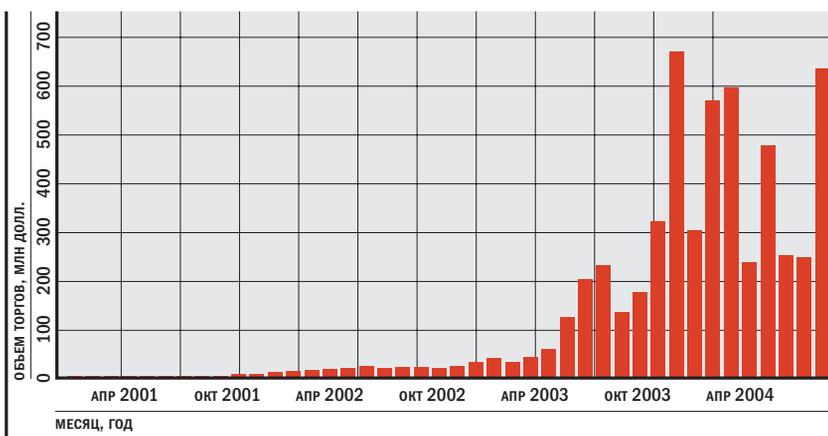


Рисунок 2. ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ НА БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ММВБ



вызваны отсутствием сложившегося ликвидного рынка опционов.

В совокупных открытых позициях доля фьючерсов в первом полугодии 2004 г. составила 26,43%, в то время как доля опционов достигла уровня 73,57%. Следует отметить отсутствие резких колебаний долей фьючерсов и опционов в общем объеме открытых позиций, что в совокупности с такими колебаниями в объеме торгов данными инструментами свидетельствует о хеджевом характере заключаемых сделок с опционами.

носит внебиржевой характер², в связи с чем сделки с ними имеют стратегическое хеджевое назначение, а сами инструменты являются неликвидными. В РТС обращаются фьючерсы и опционы с датами исполнения квартального цикла; не существует опционов с исполнением внутри дат исполнения фьючерсов, т. е. ежемесячно. На рынке отсутствуют опционы с фьючерсным (вариационным) типом расчетов, которые были на ММВБ и МЦФБ до кризиса 1998 г. Кроме того, ограничен перечень базовых активов, на которые уже введены производные финансовые инструменты.

¹ Соловьев П. Российские биржи на рынке производных инструментов // РЦБ. 2004. №1–2. С. 32–37.

В частности, мало ПФИ на процентные инструменты и фондовые индексы, а также товарные активы. Все это ведет к резкому ограничению торговых стратегий, хеджеских и арбитражных схем, снижению эффективности комбинированных операций по опционам и фьючерсам.

Например, введение в обращение опционов с фьючерсным типом расчетов позволило бы при одновременных операциях с фьючерсами и опционами компенсировать убытки по одним инструментам прибылью по другим и наоборот. В насто-

ность в дальнейшем способствует привлечению участников рынка. Однако на формирование рынка может уйти длительное время, что зависит от многих факторов, в том числе условий маркет-мейкинга, заключения сделок, типа обращающихся инструментов и их базовых активов.

Важно, чтобы базовые условия совершения операций маркет-мейкерами соответствовали действующему законодательству, были прозрачными и доступны для участников рынка. Так, зарубежные биржи включают условия программ

ные сделки искажают рыночную информацию. В частности, биржи должны ограничивать или как минимум не стимулировать заключение маркет-мейкерами так называемых перекрестных сделок, в результате которых «длинные» и «короткие» позиции открываются на счетах одного и того же участника торгов — будь то член биржи (секции) или клиент, т. е. их чистые открытые позиции равны нулю. Поскольку в результате таких сделок участник торгов не получает никаких дополнительных обязательств, он не несет ответственности за установление их цен и объемов. А так как маркет-мейкер имеет существенную долю в объемах торгов, данная информация может сказываться негативно. Она может не искажать рыночные цены (поскольку биржи нередко исключают цены перекрестных сделок из расчета), но показывать фактически не существующую ликвидность. Невыполнение этого принципа дискредитирует институт маркет-мейкеров и подрывает доверие к самой бирже.

Проблемой российского биржевого рынка ПФИ является то, что почти ни одна срочная биржа не раскрывает условия маркет-мейкинга, хотя в 1997 г. Правила Секции срочного рынка ММВБ содержали соответствующий раздел. Тем не менее, по официальной информации бирж, маркет-мейкеры участвуют на рынке фьючерсов и опционов *FORTS* и на бирже «Санкт-Петербург». Понятие «маркет-мейкер» используется и в Правилах Секции срочного рынка (стандартные контракты) ММВБ.

Исключение — Сибирская биржа, утвердившая Регламент деятельности маркет-мейкера, в соответствии с которым все расчетные фирмы обязаны выполнять функции маркет-мейкера, выставляя заявки определенного объема в пределах установленного ценового коридора по каждому торгуемому производному финансовому инструменту и не менее чем по двум ближайшим сериям каждого ПФИ. Ненадлежащее выполнение данных функций приводит к административным санкциям, в том числе исключению из состава расчетных фирм.

ТЕХНОЛОГИИ ПРОВЕДЕНИЯ ТОРГОВ И РАСЧЕТОВ

На ликвидность рынка оказывает влияние продолжительность торговой сессии. Увеличение длительности торговой сессии на этапе становления рынка ПФИ «размывает» его ликвидность. Поэтому целесообразно проводить торги не целый день, а только несколько часов, когда заявки участников будут подаваться «концентрированно». Причем торги различными инструментами, особенно новыми, можно вы-

Рисунок 3. СООТНОШЕНИЕ ОБЪЕМОВ ТОРГОВ (А) И ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ (Б) НА СРОЧНЫХ БИРЖАХ РОССИИ

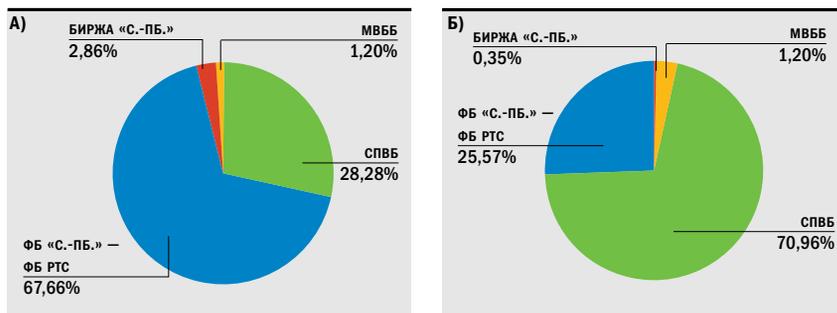
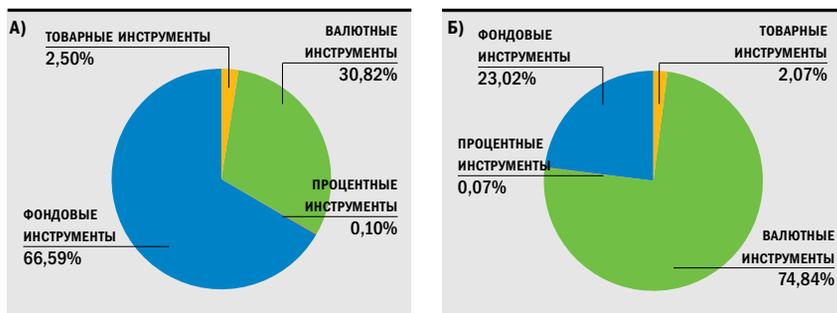


Рисунок 4. СТРУКТУРЫ ОБЪЕМА ТОРГОВ (А) И ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ (Б) В 2004 г.



ящее время в случае убыточных фьючерсных позиций участник торгов вынужден регулярно пополнять средства на своем маржевом счете, а компенсировать данные убытки прибылью по противоположным опционным позициям с традиционным типом расчетов он сможет только при исполнении опционов.

МАРКЕТ-МЕЙКЕРЫ НА БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ПФИ

Для формирования первоначальной ликвидности биржи в отечественной и зарубежной практике используют маркет-мейкеров. Маркет-мейкерам, принимающим на себя определенные обязательства, предоставляется ряд льгот, в том числе компенсация части расходов на совершение сделок, премирование по результатам работы, предоставление преимущественных прав в отношении исполнения заявок, а также временная отмена требований в отношении лимитов на открытые позиции. Созданная маркет-мейкерами ликвид-

маркет-мейкеров в свои правила и согласовывают их с регуляторами.

Условия маркет-мейкинга должны способствовать созданию возможностей заключать сделки в любой момент времени. Фактически маркет-мейкеры — это уполномоченные биржей дилеры, поддерживающие котировки покупки/продажи с установленными объемом заявки и спредом. Деятельность маркет-мейкеров не направлена на создание «видимости» торговой активности, а потому и не должна стимулироваться биржами. Более того, биржи обязаны следить и всячески ограничивать любые возможности манипулирования ценами. Поэтому недопустимо стимулирование участников рынка, которые выступают в роли маркет-мейкеров и занимаются исключительно «переброской» позиций по счетам, а не заключением реальных сделок, открытием позиций, переходящих на следующие дни, и не поддерживают заявки необходимой глубины и объема в течение установленного периода времени, поскольку такие экономически необоснован-

делить в отдельные сессии, идущие последовательно или параллельно.

Сегодня большинство российских бирж проводят торги в течение всего рабочего дня, пытаясь, в частности, покрыть время открытия торгов на главных мировых фондовых и срочных биржах. Достижение этой цели значимо при сложившемся рынке, которого нет ни на ММВБ ни на СПВБ. Причем торги на ММВБ проводятся с 10:40 до 19:00, а на СПВБ — с 10:00 до 17:00. Обоснованной длительная торговая сессия является только на РТС. Торги в FORTS проходят с 10:30 до 18:45. Кроме того, Правилами совершения срочных сделок НП «Фондовая биржа «РТС»» предусмотрена дополнительная торговая сессия, которая начинается через 1 час после завершения основных торгов и может длиться до начала основных торгов следующего торгового дня, делая их круглосуточными. В соответствии с Правилами дополнительная сессия может быть введена по решению совета директоров РТС.

В отличие от перечисленных выше, Биржа «Санкт-Петербург» проводит торги по своим нефтяным и валютным фьючерсам в течение 2 часов (с 16:45 до 18:45), а Сибирская биржа — 1 часа (с 11:00 до 12:00 по новосибирскому времени).

Российские срочные биржи активно развивают системы торгов и клиринга, предлагают технологии Интернет-торговли, динамических расчетов в течение торговой сессии, валютного маржирования и др. Это влияет на ликвидность, расширяя спектр возможностей и, следовательно, число участников торгов.

Однако большое значение имеет стоимость заключения сделок, напрямую зависящая от системы управления рисками, не говоря уже о вступительных и регулярных членских взносах и платежах. На формирующемся рынке нельзя требовать с участников высокие взносы, поскольку это будет препятствовать их вступлению. С этой точки зрения интересно сопоставить различные взносы, взимаемые с участников торгов на различных биржах.

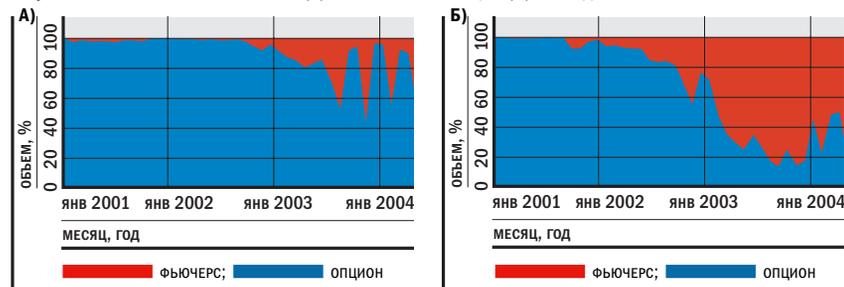
Например, для вступления в Секцию срочного рынка (стандартные контракты) ММВБ требуется внести взнос, сумма которого устанавливается в зависимости от категории членства — от 5 тыс. долл. для индивидуального торгового члена до 30 тыс. долл. для общего клирингового члена. Указанные суммы вступительного взноса для кандидатов в члены Секции срочного рынка ММВБ сохранились с 1998 г. В настоящее время они создают значительный ценовой барьер для выхода на рынок, поскольку не соответствуют существующей ликвидности рынка.

Например, на Санкт-Петербургской валютной бирже вступительные и периодические членские взносы предусмотрены, но на данный момент не взимаются. Кандидаты в члены Секции обязаны внести только гарантийный взнос, размер которого составляет 10 тыс. долл. для общих клиринговых членов и 3 тыс. долл. для индивидуальных клиринговых членов. Таким образом, на СПВБ гарантийные взносы, имеющие возвратный характер, ниже вступительных (безвозвратных) взносов, уплачиваемых соот-

рументы, позволяющие получать гарантированный доход, например государственные облигации. В противном случае участники могли бы воспользоваться альтернативным вариантом обеспечения своих открытых позиций, но с начислением процентов. Самое лучшее из того, что было предоставлено биржами на данный момент, — это возможность внесения в обеспечение акций «голубых фишек» на срочном рынке РТС.

Кроме того, проведение срочных операций делает дорогим сама схема обес-

Рисунок 5. СТРУКТУРА ОБЪЕМА ТОРГОВ (А) И ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ (Б) ПО ВИДАМ ПФИ



ветствующими категориями участников на ММВБ.

Для получения статуса расчетной фирмы FORTS кандидат должен внести вступительный взнос в размере 300 тыс. руб., а также взнос в Страховой фонд, имеющий возвратный характер, в сумме 500 тыс. руб. (с 1 апреля 2004 г.). Иначе говоря, для выхода на более ликвидный рынок участник FORTS несет меньшие затраты по сравнению с общим клиринговым членом ММВБ, статусу которого соответствует статус расчетной фирмы FORTS.

Вместе с тем ММВБ недавно ввела новую категорию членства — ассоциированный клиринговый член, сумма вступительного взноса которого составляет 1 тыс. долл. Однако в дополнение к этому взносу кандидаты должны оплатить сбор за допуск к торгам. Сумма сбора за допуск к торгам с фьючерсами на доллар и евро установлена в размере 590 долл. Таким образом, ММВБ предложила наиболее гибкую структуру участия в торгах и один из самых экономных вариантов участия в торгах валютными фьючерсами с полномочиями на совершение собственных и клиентских сделок в торговой системе и проведение по их результатам расчетов с биржей.

С точки зрения системы управления рисками на российском рынке на денежные средства, помещенные на счет биржи в качестве гарантийного обеспечения, не начисляются проценты. Это, безусловно, ведет к удорожанию проводимых операций, а соответственно, и снижению ликвидности. Более того, в гарантийный фонд не принимаются финансовые инст-

печения позиций. Российские биржи не используют портфельное маржирование, при котором требования по обеспечению открытых позиций устанавливаются исходя из всей совокупности позиций участника — его портфеля, а не отдельных позиций или ряда стратегических комбинаций позиций.

Серьезный вопрос российского срочного рынка, препятствующий его развитию, — проблема законодательного вакуума, в условиях которого развивается этот сегмент российской экономики. Прежде всего следует отметить отсутствие специального закона о срочном рынке. Вместо него действуют разрозненные законы и подзаконные нормативные акты, регулирующие различные стороны срочного рынка. Вопросы формирования нормативной базы рынка ПФИ обсуждаются в России несколько лет, и в результате появился ряд альтернативных проектов законодательных актов, что, возможно, позволит в недалеком будущем разрешить данную проблему.

Кроме проблем, связанных со структурой рынка, биржевыми технологиями, инфраструктурой и права, большое значение имеет информационная замкнутость рынка ПФИ. Многие потенциальные участники биржевого рынка ПФИ не обладают информацией о его характеристиках, предоставляемых им возможностях, принципах работы на нем. Решить данную проблему можно с помощью организации конференций и обучающих программ, охватывающих широкий круг пользователей рынка, а не ограниченный контингент членов срочных бирж. ■