

Финансовый рынок

УДК 336.761.6

JEL: G11

ИСМАГИЛОВ Айдар Наилович

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Ленинградский проспект, 49, Москва, 125993, Россия.

<https://orcid.org/0000-0002-5818-3407>

Исмагилов Айдар Наилович, бакалавр экономики, Факультет финансовых рынков имени профессора В. С. Геращенко, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва.

E-mail: aidarnailovich98@yandex.ru

Научный руководитель – Захарова О. В., старший преподаватель Департамента финансовых рынков и банков, ВГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва

КЛЮЧЕВЫЕ ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В РФ

Аннотация

Предмет/тема. Российский рынок производных финансовых инструментов.

Цели/задачи. Определение ключевых проблем развития рынка ПФИ в России и способов их преодоления.

Методология. В научно-исследовательской работе были использованы такие методы, как анализ и синтез, классификация, обобщение, сравнение, а также графический метод.

Результаты. Дана характеристика российского рынка производных финансовых инструментов. Выделены ключевые проблемы развития рынка ПФИ в России: сосредоточение всей ликвидности в краткосрочном периоде, отсутствие функции прогнозирования и функции хеджирования, несовершенство нормативно-правовой базы, а также риски национальной экономики. Предложены меры по преодолению выделенных проблем.

Выводы/значимость. В статье охарактеризован российский рынок деривативов. Выделены главные проблемы, которые препятствуют развитию рынка ПФИ, а также предложены меры по совершенствованию данного рынка.

Ключевые слова: рынок производных финансовых инструментов, хеджирование, риски национальной экономики, несовершенство нормативно-правовой базы, перспективы развития.

Financial market

Aidar N. Ismagilov, Bachelor of Economics, Faculty of Financial markets and banks, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow (E-mail: aidarnailovich98@yandex.ru)

Scientific adviser – Zakharova O.V., Master of Economics, Senior lecturer of the Department of Financial markets and banks, Financial University Under the Government of the Russian Federation, Moscow

KEY PROBLEMS OF DERIVATIVES MARKET DEVELOPMENT IN RUSSIA

Abstract

Subject/Topic Russian derivatives market.

Goals/Objectives Definition of key problems of development of the derivatives market in Russia and ways of their overcoming.

Methodology In the work were used such methods as analysis and synthesis, classification, generalization, comparison, and graphical method.

Results The author characterizes the Russian market of derivative financial instruments. The key problems of the development of the derivatives market in Russia are highlighted: the concentration of all liquidity in the short term, the lack of forecasting and hedging functions, the imperfection of the regulatory framework, as well as the risks of the national economy. The measures to overcome the identified problems are proposed.

Conclusion and Relevance The article describes the Russian derivatives market. The main problems that hinder the development of the derivatives market are highlighted, and measures to improve this market are proposed.

Keywords: *derivatives market, hedging, risks of the national economy, imperfection of the regulatory framework, development prospects.*

Российский рынок производных финансовых инструментов сегодня является относительно молодым и очень перспективным сегментом финансового рынка России. Производные финансовые инструменты позволяют получать высокую доходность от проведения операций с ними, но, что самое важное, именно срочный рынок выполняет важнейшую функцию – функцию хеджирования. Особенно важна эта функция во время кризисных периодов, нестабильных экономических и политических условий, что мы и наблюдаем на сегодняшний день. Развитие рынка производных финансовых инструментов и финансового рынка в целом является важнейшей задачей, поскольку развитый рынок способствует повышению инвестиционной привлекательности России, следствием чего является приток капитала как со стороны частных инвесторов, так и со стороны инвесторов-нерезидентов.

Отметим, что в целом сегодня рынок производных финансовых инструментов развивается и становится более популярным финансовым инструментом, о чем свидетельствует статистика объемов торгов Московской биржи (рис. 1).

Безусловно, срочный рынок имеет не самые высокие объемы торгов, безоговорочными лидерами, естественно, являются денежный и валютный рынок. Тем не менее, на третьем месте располагается именно срочный рынок. Рисунок демонстрирует, что, несмотря на снижение объемов торговли, начавшееся в 2016 году, в течение периода 2012-2018 гг. объемы торговли увеличились почти в 2 раза. Отметим, что рынок стандартизированных ПФИ находится, можно сказать, в зачаточном состоянии: его объемы очень невелики. Объемы российского срочного рынка, очевидно, уступают другим, более развитым рынкам, но российский

срочный рынок имеет перспективы для роста и развития. Однако этому развитию препятствует целый ряд серьезных проблем.

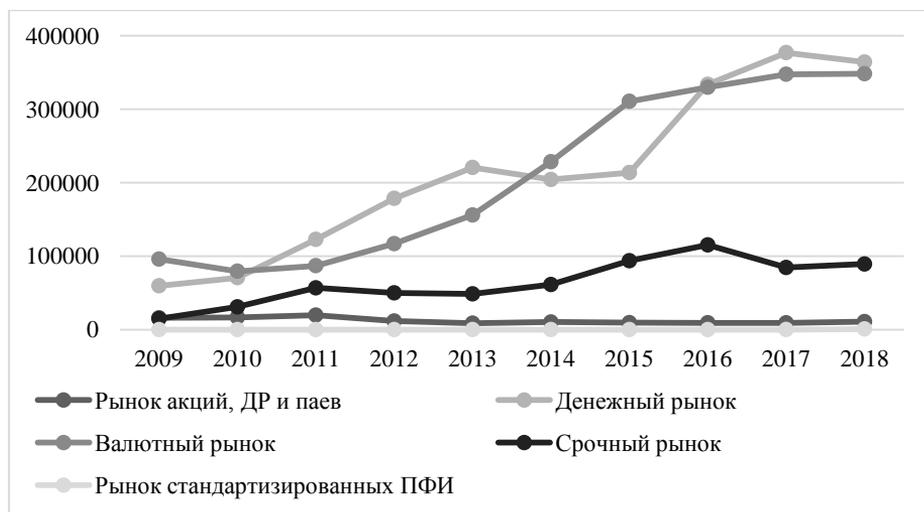


Рисунок 1 – Статистика объемов торгов Московской биржи, млрд руб.

Источник: составлено автором на основании данных сайта Московской Биржи (URL: <https://www.moex.com/ru/ir/interactive-analysis.aspx>)

Представляется, что можно выделить достаточно большое количество проблем, которые сегодня присущи российскому срочному рынку. В данной работе автор остановится на тех аспектах, которые, на его взгляд, имеют наибольшее значение, а именно: сосредоточение всей ликвидности в краткосрочном периоде, отсутствие функции прогнозирования и функции хеджирования, несовершенство нормативно-правовой базы, а также риски национальной экономики.

Рассмотрим первую проблему рынка производных финансовых инструментов России – сосредоточение ликвидности рынка деривативов в краткосрочном периоде. Обратимся к статистике итогов торгов по некоторым финансовым инструментам в разделе «FORTS. Итоги торгов за прошедший период» Московской биржи. Рассмотрим период III квартал 2019 года и для примера возьмем фьючерсы на обыкновенные акции ПАО «Аэрофлот», на нефть Brent, на обыкновенные акции Банк ВТБ (ПАО) (таб.1).

Таблица 1 - Итоги торгов фьючерсами за III квартал 2019 г.

Код контракта	Средне-взвешенная цена	Число сделок	Объем торгов, руб.	Объем торгов, кол-во	Объем открытых позиций, кол-во
AFLT-12.19	10516	7 276	272 190 218	25 947	19 080
AFLT-3.20	10704	13	246 132	23	22
AFLT-9.19	10223	46 536	1 833 370 469	169 293	-
BR-1.20	59,02	1 199	135 612 963,08	3 503	672
BR-10.19	61,43	5 962 967	3 013 017 188 624,06	74 095 449	502 638
BR-10.20	58,1	4	151 506,15	4	4
BR-11.19	60,58	532 254	267 675 113 320,03	6 739 941	3 119 954
BR-11.20	58,06	348	20 701 480,13	538	266
BR-12.19	59,81	24 096	5 206 365 502,23	131 204	56 774
BR-7.20	58,4	172	11 158 365,14	284	40
BR-8.19	65,16	4 316 767	1 991 085 945 552,37	49 006 470	-
BR-8.20	61,06	53	2 241 830,77	57	28
BR-9.19	60,4	5 572 330	2 650 090 911 287,8	67 438 756	-
BR-9.20	59,7	43	1 966 776,31	51	12
VTBR-12.19	4314	112 116	3 489 938 567	808 124	359 004
VTBR-3.20	4380	200	3 008 132	690	710
VTBR-9.19	4247	804 403	24 877 454 088	5 905 116	-

Источник: составлено автором на основании данных сайта Московской Биржи (URL: <https://www.moex.com/ru/forts/prevperiodresults.aspx?ns=F&p=Q>)

Наибольший интерес для нас представляет последняя колонка – объем открытых позиций. Прежде всего, необходимо отметить, что на срочном рынке представлено очень ограниченное количество фьючерсов, что в целом свидетельствует о слабой развитости этого инструмента или, возможно, низком спросе. Также отметим, что практически все фьючерсы рассчитаны на исполнение в 2019 году, лишь некоторые инструменты (например, фьючерсы на нефть Brent, на обыкновенные акции ПАО «Сбербанк», на курс доллара США) имеют дату исполнения 2020 или 2021 год.

Теперь обратимся к статистике Чикагской товарной биржи и сравним ситуацию рынка деривативов в США и России. Возьмем для примера тот же фьючерс на нефть Brent (таб. 2).

Таблица 2 – Brent oil last day futures

	Цена открытия	Максимальная цена	Минимальная цена	Объем	Открытый интерес
JUN19	67,33	68,3	67,16	42158	33792
JUL19	66,86	67,89	66,81	15738	14572
AUG19	66,79	67,18	66,79	5623	9110
SEP2019	66,47	67,04	66,47	4548	15411
OCT19	66,36	66,57	66,36	2828	5919
NOV19	-	-	-	2092	6572
DEC19	65,97	66,6	65,67	9922	36623
JAN20	-	-	-	581	4567
FEB20	65,83	65,83	65,83	449	2643
MAR20	65,55	65,6	65,55	1127	3348
APR20	65,6	65,6	65,5	1029	1229
MAY20	-	-	-	118	1171
JUN20	64,76	65,5	63,7	2231	11290
DEC20	63,82	64,12	63,7	1519	25396
DEC21	62,37	62,37	62,02	521	9257
DEC22	-	-	-	-	1253
DEC23	-	-	-	-	162
DEC24	-	-	-	-	8
TOTAL				91823	206647

Источник: составлено автором на основании данных сайта Чикагской Биржи (URL: <https://www.cmegroup.com/trading/energy/crude-oil/brent-crude-oil-last-day.html>)

Не представляет смысла сравнивать общие объемы фьючерсных контрактов, поскольку очевидно, что объемы торговли на Чикагской бирже значительно выше. Однако автор обращает внимание на то, что, во-первых, фьючерсные контракты имеют дату исполнения каждый месяц (в отличие от Московской биржи, где имеется лишь одна дата в квартал), во-вторых, имеются даты исполнения вплоть до 2024 года (а на некоторые фьючерсные контракты вплоть до 2030 года), притом, что на них действительно имеется спрос, они активно торгуются. В связи с этим мы можем сделать вывод, что вся ликвидность фьючерсов на Московской бирже находится в краткосрочном периоде, в отличие от Чикагской товарной биржи, где, безусловно, имеется более высокий спрос и происходит более активная торговля на контракты с близкой датой исполнения, но, тем не менее, имеется ликвидность и в долгосрочном периоде.

Из первой проблемы и сделанных умозаключений вытекает следующая проблема. Рынок производных финансовых инструментов и фьючерсный рынок в особенности не является хорошим инструментом для

прогнозирования. В 1993 году Чикагской биржей был создан индекс волатильности – Volatility Index (VIX). На основе изменения цен на опционы на индекс S&P500 он измеряет ожидание рынка относительной краткосрочной волатильности. Этот индекс очень часто называют индексом страха (мерой страха), так как он представляет собой предположение инвесторов по поводу размаха движения фондового рынка, то есть значение VIX отражает уровень страха инвесторов в отношении динамики рыночных цен, помогает определить панику или излишний оптимизм «толпы» в отношении фондового рынка [1]. Соответственно, если бы в России появились мысли создать нечто подобное, то рассчитать такой индекс было бы просто невозможно, поскольку отсутствуют дальние деривативы. Таким образом, в России производные финансовые инструменты на данный момент не способны выполнять важную функцию прогнозирования.

Следствием вышеупомянутых проблем срочного рынка России является отсутствие у деривативов функции хеджирования, которая составляет саму суть производных финансовых инструментов. Российский рынок ПФИ в большей степени имеет спекулятивный характер. Основными проблемами, оказывающими отрицательное влияние на развитие хеджирования в России, являются [2]:

- отсутствие целостной нормативной базы, существуют проблемы с бухгалтерским учетом и налогообложением операций, которые связаны с хеджированием;
- достаточно высокая стоимость операций. у компаний и инвесторов возникают сложности при покупке производных финансовых инструментов;
- низкий уровень профессиональной подготовки. отсутствует глубокий анализ при выборе инструментов и стратегий.

Ярким примером неиспользования функции хеджирования является кризис, начавшийся в 2014 г. После начала валютного кризиса, который повлек за собой высокую волатильность курса рубля, большинство предприятий реального сектора экономики, промышленные и добывающие компании не начали хеджировать свои валютные риски [3, с. 9-10]. Следующая таблица демонстрирует, во сколько в 2014 году компании оценили свои убытки от производных финансовых инструментов (таб. 3).

Таблица 3 - Убытки компаний от деятельности с ПФИ

Название компании	Сумма, млрд руб.	Тип инструмента
Роснефть	122	процентный своп и форвард
Транснефть	76,4	барьерный опцион и процентный своп
Уралкалий	35,9	валютно-процентный своп
Аэрофлот	27,7	валютно-процентный своп, топливный опцион
Новатэк	20,2	нетоварные финансовые инструменты
Лента	19,5	инструменты хеджирования
Северсталь	10,6	производные инструменты

Источник: составлено автором на основании данных, предоставленных компаниями.

Представляется, что одной из причин стало отсутствие финансовой грамотности в отношении хеджирования даже в крупных компаниях, которые имеют специальные подразделения казначейств и системы управления рисками. Автору представляется, что в России на данный момент еще не сложилась «культура» управления рисками посредством хеджирования.

Следующим важным аспектом срочного рынка России является проблема слабой нормативно-правовой базы. В целом эта проблема характерна для большого количества финансовых и экономических отношений субъектов экономики, однако, представляется, что в отношении производных финансовых инструментов данная проблема принимает особо острый характер [4, с.64-66]. До сих пор в Российской Федерации не был принят закон «О производных финансовых инструментах». О ПФИ говорится в законе «О рынке ценных бумаг», однако производные финансовые инструменты и ценные бумаги — это далеко не одно и то же. Возможно, с точки зрения законодательства, ценные бумаги и ПФИ отличаются несильно, но с экономической точки зрения — это совершенно разные финансовые инструменты (что, кстати, находит свое проявление в бухгалтерском балансе, где ПФИ являются отдельной статьей баланса). Налоговое законодательство по сей день не имеет определенной концепции налогообложения деривативов. Действующие нормы устанавливают порядок налогообложения лишь для некоторых видов ПФИ (опционов, фьючерсов, форвардов), однако существует огромное количество более сложных и экзотических ПФИ, по которым не установлены нормы их налогообложения. Следствием этого является то, что налоговые органы применяют общие нормы налогообложения, которые не учитывают специфику операций с деривативами. Все это приводит к тому, что проведение таких операций становится невыгодным ввиду низкой доходности и рентабельности.

Большая длительность сроков привлечения к ответственности и не всегда высокий уровень ответственности по операциям с ПФИ делает участников рынка незащищенными и подверженными высоким рискам. Отметим, что при жестком контроле со стороны государства над операциями участников срочного рынка, высоким налоговым бременем невозможно бурное и динамичное развитие рынка производных финансовых инструментов.

Мы подошли к еще одной важной проблеме рынка деривативов – риски национальной экономики. Проблема общая для всей российской экономики, поэтому она не обходит стороной и рынок ПФИ. Рынок производных финансовых инструментов не будет иметь больших перспектив развития, если мы кардинальным образом не изменим экономическую и политическую ситуацию в нашей стране, то есть не устраним фундаментальные риски экономики, а именно:

- сырьевой характер национальной экономики (отсутствие диверсификации, следствием чего является зависимость от непредсказуемых колебаний цен на ресурсы: например, нефти и газа);
- отсутствие суверенности российской валюты (слабость и нестабильность рубля);
- неблагоприятный инвестиционный климат, отсутствие честной конкуренции;
- не всегда слаженное проведение экономической политики правительством;
- слабая развитость инфраструктуры.

Фундаментальный риск экономики России определяет сложившийся спекулятивный характер рынка производных финансовых инструментов [5, с.93-95].

Таким образом, мы выделили основные проблемы рынка производных финансовых инструментов. Их решение требует последовательных и методичных действий. В качестве путей решения описанных проблем можно предложить следующие меры.

Поддержка со стороны государства. Можно, к примеру, установить нулевую комиссию на проведение некоторых операций с ПФИ. Это привлекло бы новых инвесторов, участники финансового рынка начали бы активнее использовать деривативы в своей деятельности не только в спекулятивных целях, но и в целях хеджирования рисков. В таком случае государство может возмещать затраты биржи на организацию такого рода операций. Поддержка со стороны государства побудила бы биржу создавать новые финансовые инструменты (например, на Московской бирже совсем не представлены опционы на акции, а присутствуют только опционы на фьючерсы на акции). Все эти меры, возможно, могли бы повлиять на то, чтобы ликвидность не концентрировалась только в краткосрочном периоде, но присутствовала бы и в долгосрочном периоде.

Это возможно только тогда, когда это действительно станет выгодно и для инвесторов, и для биржи.

Государство должно устранить пробелы в законодательстве: усовершенствовать и налоговое законодательство, и бухгалтерский учет ПФИ. Это повысило бы ясность и прозрачность учета деривативов, сделки с ними стали бы намного прибыльнее и рентабельнее, что привело бы к увеличению объемов сделок с ПФИ.

Таким образом, рынок производных финансовых инструментов является очень важным сегментом российского финансового рынка. Он имеет большой потенциал для роста и развития, более этого, это необходимо для развития всей экономики страны в целом. Сегодня существует достаточно большое количество серьезных проблем, начинать решать которые нужно уже сегодня. Ключевая роль при этом принадлежит государству, которое своими последовательными действиями может направить рынок и дать ему толчок для бурного развития. Участники финансового рынка, однако, не должны надеяться лишь на государство, поскольку от их действий, их профессионализма также зависит судьба срочного рынка России: когда будут устранены недостатки нормативно-правовой базы в области регулирования ПФИ, участники финансового рынка получат хорошую возможность использовать деривативы как для снижения рисков, так и для извлечения высокой доходности.

Список источников:

1. Холоденко (2018) - Холоденко О. Как купить индекс волатильности. // БКС Экспресс. – 2018. [Электронный ресурс]. – URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kak-kupit-indeks-volatil-nosti> (дата обращения 01.09.2019)

2. Попова (2017) - Попова С. Б. Проблемы и особенности развития инфраструктуры срочного рынка России. // О некоторых вопросах и проблемах экономики и менеджмента. – 2017. 304 с.

3. Анищенко К.Л., Пантелеева Т.А. Проблемы и перспективы российского рынка производных финансовых инструментов. // Вестник института мировых цивилизаций. – 2018. Том 9 № 1(18). С. 8-11.

4. Прудникова (2018) - Прудникова А.А. Развитие рынка производных финансовых инструментов и проблемы его регулирования. // Финансы, денежное обращение и кредит. – 2018. С 63-69.

5. Котова, Ершова, Ешану (2017) - Котова О.В., Ершова К.А., Ешану Ю.В. Рынок производных финансовых инструментов сегодня и его роль в развитии современной экономической системе. // Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования. – 2017. №7 (25). С. 90-96.

References:

Holodenko (2018) – Holodenko O. How to buy volatility index [Kak kupit` indeks volatil`nosti], BKS Ekspress, 2018. [in Russian] URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kak-kupit-indeks-volatil-nosti> (date of access 20.09.2019)

Popova (2017) – Popova S.B. Problems and peculiarities of Russian derivatives market infrastructure development [Problems i osobennosti razvitiya

infrastruktury srochnogo rynka Rossii], Some Issues and Problems of Economics and Management [O nekotoryx voprosax i problemax ekonomiki i menedzhmenta], 2017. P. 304. [in Russian]

Anishchenko, Panteleeva (2018) – Anishchenko K.L., Panteleeva T. A. Problems and prospects of the Russian derivatives market [Problemy i perspektivy rossijskogo rynka proizvodnyx finansovyx instrumentov], Bulletin of the Institute of world civilizations [Vestnik instituta mirovy`x civilizacij], 2018. P. 8-11. [in Russian]

Prudnikova (2018) – Prudnikova A.A. Development of the market of derivative financial instruments and problems of its regulation [Razvitie rynka proizvodnyx finansovyx instrumentov i problemy ego regulirovaniya], Finance, money circulation and credit [Finansy, denezhnoe obrashhenie i kredit], 2018. P. 63-69. [in Russian]

Kotova, Ershova, Yeshanu (2017) – Kotova O.V., Ershova K. A., Yeshanu Y. V. The market of derivative financial instruments today and its role in the development of modern economic system [Rynok proizvodnyx finansovyx instrumentov segodnya i ego rol` v razvitii sovremennoj ekonomicheskoy sisteme], Innovation economy: prospects for development and improvement [Innovacionnaya ekonomika: perspektivy razvitiya i sovershenstvovaniya], 2017. P. 90-96. [in Russian]