

**ИННОВАЦИИ РОССИЙСКОГО РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ:  
НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ И ВЛИЯНИЕ НА ЭКОНОМИЧЕСКУЮ СТАБИЛЬНОСТЬ****Юлия Васильевна БОРОДАЧ**

кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита,  
Тюменский государственный университет, Тюмень, Российская Федерация  
jvborodach@rambler.ru

**История статьи:**

Принята 13.08.2015

Одобрена 01.10.2015

УДК 336.763

JEL: E44, E69, F39, G10, G19,

G30

**Ключевые слова:** финансовый рынок, хеджирование, срочные биржи, религиозно-этические нормы, алгоритмическая торговля

**Аннотация**

**Предмет.** В статье рассматриваются инновации российского рынка финансовых деривативов и основные факторы, оказывающие влияние на развитие инструментов и механизмов названного рынка.

**Цели.** Исследование инновационных процессов на рынке финансовых деривативов и их особенностей.

**Методология.** Используются результаты исследований российских и зарубежных экономистов, которые обосновывают влияние финансовых рынков на экономический рост и невозможность развития финансового сектора экономики без развития реального сектора, общенаучные и специальные методы, историко-логический, статистический и сравнительный анализ.

**Результаты.** Определено, что рынок производных финансовых инструментов представляет собой надстройку над остальными сегментами финансового рынка и в современных условиях выступает основным связующим звеном всей системы финансовых рынков. Таким образом, механизмы функционирования рынка финансовых деривативов и происходящие на нем трансформации оказывают существенное влияние на экономические процессы в нашей стране. Наряду с имманентно присущими данному рынку основами экономической стабильности его инструменты и технологии их использования несут в себе дестабилизирующие составляющие. Значимое влияние на становление и развитие российского рынка финансовых деривативов оказывают изменения, происходящие на международном финансовом рынке, а также религиозно-этические нормы. Инновации на рынке производных финансовых инструментов развиваются по двум основным направлениям и позволяют решать множество задач различной степени сложности, в том числе преодолевать ограниченность экономических ресурсов и сохранять норму прибыли на уровне всей экономической системы.

**Значимость.** Обобщаются и последовательно излагаются результаты авторского исследования основных направлений инноваций на рынке производных финансовых инструментов, а также факторов, которые оказывают принципиально значимое влияние на инновационные процессы. Внимание уделяется, кроме того, сложностям внедрения новых инструментов и технологий на российском финансовом рынке.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

Рынок производных финансовых инструментов начал свое становление под влиянием объективных исторических и общественно-производственных закономерностей развития экономики и в полном соответствии с основными экономическими законами. При этом важным является то, что экономические законы базируются на психологии типичного поведения людей в определенных условиях. Деятельность людей обуславливается, в первую очередь их экономическими интересами которые играют роль взаимосвязи между потребностями и способом их удовлетворения.

Основным экономическим законом при капитализме

считается закон производства прибавочной стоимости, т.е. общественное производство подчиняется исключительно интересам производства прибавочной стоимости. Этот закон обуславливает существование капитала и его рост. Основными формами прибавочной стоимости являются:

- промышленная и торговая прибыль;
- ссудный процент;
- земельная рента.

Для наращивания прибавочной стоимости требуются инновации в производстве, торговле, финансово-кредитной сфере. Инновации, с одной стороны,

способствуют удовлетворению возрастающих потребностей экономических субъектов в рамках имеющихся ресурсов, а с другой – стимулируют рост этих потребностей за счет создания все более новых товаров и услуг, воздействуя на иррациональную составляющую поведения человека.

Ограниченность факторов производства ограничивает производственные возможности. Вместе с тем, хотя инновации в деятельности отдельной хозяйствующей единицы (предприятие, банк и т.п.) не влекут понижения нормы прибыли, а напротив, позволяют «снять сливки» в виде получения дополнительной прибыли от внедрения новшеств, в рамках экономики в целом они повышают органическое строение капитала и снижают норму прибыли<sup>1</sup>. Возрастанию нормы прибыли среди прочих факторов способствуют эксплуатация возможностей финансовых рынков (в частности, акционерная форма капитала) и монополизация экономики.

Таким образом, развитие рынка товарных и финансовых деривативов выглядит логичным в стремлении увеличить прибавочную стоимость за счет эксплуатации «рычага», предоставляемого данным сегментом рынка, и за счет снижения рисков, которое способствует максимизации дохода<sup>2</sup>. Кроме того, это проявляется в использовании возможностей расширения предельных границ объема имеющихся в экономике денежных ресурсов.

На самом деле, начиная с 1980-х гг. мощная экспансия финансовых рынков в национальных экономиках и на мировом рынке, в том числе существенное увеличение объема инвестиционного капитала на базе производных финансовых инструментов, стала источником многолетнего роста ряда национальных экономик. Нарастание объемов секьюритизации активов обосновывалось масштабным ростом производительности труда в связи с преимущественными вложениями в многочисленные перспективные инновационные проекты. Рост сделок с производными финансовыми инструментами и объемов инвестиций вызвал синергетический рост налогов, количества рабочих мест, объемов социальных расходов государственных бюджетов и т.д. Вместе с тем последние системные кризисные явления в мировой экономике не оставили сомнений в необходимости

с осторожностью использовать возможности рынка производных финансовых инструментов.

В итоге на первый план вышла необходимость разработки стратегии экономической безопасности государства, в которой будут учитываться все факторы, способные создать угрозу обеспечению жизненно важных интересов страны и ее населения. Среди существующих в современных условиях угроз экономической безопасности нашего государства можно особо выделить:

- невыполнение финансовых обязательств организациями, функционирующими в производственном и финансовом секторах экономики;
- слабое развитие финансовых рынков вообще и рынков финансовых деривативов в частности.

Для обеспечения экономической безопасности органами государственной власти Российской Федерации выбрана стратегия институционально-рыночной трансформации в целях формирования инновационной модели экономического развития. В соответствии с Указом Президента РФ от 29.04.1996 № 608 «О Государственной стратегии экономической безопасности Российской Федерации (Основных положениях)» развитие российского финансового рынка и рынка ценных бумаг закреплено в качестве одного из важнейших критериев и параметров состояния экономики, отвечающих требованиям экономической безопасности. Основными целями развития финансового рынка в соответствии со Стратегией развития финансового рынка РФ на период до 2020 года, утвержденной распоряжением Правительства РФ от 29.12.2008 № 2043-р, провозглашены:

- расширение спектра производных финансовых инструментов и укрепление нормативной правовой базы срочного рынка;
- создание возможности для секьюритизации широкого круга активов.

Главными аргументами государственных органов в пользу расширения спектра производных финансовых инструментов выступают:

- положительное влияние срочного рынка на справедливое ценообразование на рынке базисного актива;
- значимые возможности управления риском.

Необходимость развития производных финансовых инструментов для секьюритизации активов основывается на важности поддержания ликвидности

<sup>1</sup> Райзберг Б.А., Стародубцева Е.Б. Курс экономики: учебник. М.: ИНФРА-М, 2010. 672 с.

<sup>2</sup> Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. М.: НТО им. акад. С.И. Вавилова, 2009. 426 с.

финансовой и банковской систем страны.

В принятых документах фиксируется задача – сформировать до 2020 г. механизмы снижения кредитного риска, возникающего при секьюритизации. Однако при этом не поднимается вопрос о создании механизмов сглаживания возможного дестабилизирующего влияния рынка производных финансовых инструментов на экономику, а также не обсуждается объективная целесообразность централизованного регулирования эмиссии и обращения финансовых деривативов.

Механизм функционирования рынка производных финансовых инструментов базируется на ряде принципов, среди которых особого внимания заслуживают факторы, оказывающие влияние на объем спроса и предложения на рынке производных финансовых инструментов:

- 1) состояние конъюнктуры товарных и финансовых рынков в отдельно взятой стране и во всем мире;
- 2) сложившиеся пропорции распределения доходов хозяйствующих субъектов и домохозяйств на потребление и накопление;
- 3) уровень инвестиционной активности;
- 4) уровень доходности реальных инвестиций и вложений на других сегментах финансового рынка;
- 5) доступность и стоимость кредитных ресурсов;
- 6) инновации на финансовых рынках.

В настоящее время инновации на рынке производных финансовых инструментов осуществляются по следующим основным направлениям:

- создание новых финансовых инструментов и модификация традиционно используемых;
- формирование новых сложных стратегий торговли производными финансовыми инструментами;
- разработка новых и постоянное усовершенствование действующих технологий совершения сделок организаторами и участниками торговли, в том числе высокочастотная алгоритмическая торговля (HFT);
- внесение изменений в действующие и принятие новых нормативно-правовых актов, регулирующих операции с производными финансовыми инструментами и деятельность участников финансового рынка государственными органами и саморегулируемыми организациями;

– создание специализированных учреждений инфраструктуры финансового рынка в целом и рынка срочного в том числе;

– изменение организационной структуры участников финансового рынка с выделением особых подразделений, занимающихся организацией движения производных финансовых инструментов.

Детальное исследование инновационных процессов на рынке финансовых деривативов требует определенности в использовании дефиниций и в классификациях финансовых инструментов и рынков. На эти проблемы указывается в работах ряда отечественных экономистов<sup>3</sup>.

Термин «производный» (от лат. *derivatus* – отведенный) широко используется в различных отраслях науки и практики в значении «произшедший от чего-либо ранее существовавшего». В англосаксонских странах в последние 1,5–2 десятилетия на финансовых рынках более широко распространен термин *derivative securities* (а не просто *derivatives*, как в более ранние годы), под которым понимают финансовый контракт, стоимость которого производна от стоимости лежащего в его основе актива (*A derivative security is a financial contract whose value is derived from the value of an underlying asset*).

В отечественной учебной литературе классически пропагандируется позиция синонимичности срочного контракта и производного финансового инструмента. Срочный контракт (производный финансовый инструмент) является товаром срочного рынка и представляет собой договор между двумя сторонами о купле-продаже в установленный срок в будущем определенного количества какого-либо актива по цене, зафиксированной в момент заключения контракта. Однако следует признать очевидный факт, что в результате повсеместного использования в последние годы финансового проектирования группа производных финансовых инструментов значительно расширилась и включает огромное разнообразие инструментов, часто имеющих больше отличий, нежели сходных признаков. В связи с этим справедливо утверждать, что понятие «производный финансовый инструмент» сейчас шире понятия «срочный контракт».

Длительное время конструкция производных

<sup>3</sup> *Иваницкий В.П., Решетников А.И.* Финансовый рынок: традиционные и новые подходы к анализу сущности // Известия УрГЭУ. 2006. № 3. С. 71–75.

финансовых инструментов опиралась на три базисные составляющие:

- срочность сделки;
- финансовые и товарные отношения, выступающие базисом сделки;
- привязка стоимостных характеристик финансового дериватива к ценовым параметрам базисного актива<sup>4</sup>.

По критерию срочности сделки вертикальный срез рыночной экономики принято делить на спотовый и срочный рынки<sup>5</sup>. Две другие рассмотренные составляющие – основа такой характеристики, как производность финансового инструмента. В конечном итоге возникает возможность получения доходов (избегания рисков) в результате изменения стоимостных характеристик базисных активов с течением времени. Таким образом, срочность и производность должны реализовываться совместно для создания производного финансового инструмента. Вместе с тем, чем выше порядок производности у конструкции, тем в меньшей степени проявляется срочность. Если говорить о деривативах, являющихся ценными бумагами (например, конвертируемые бивалютные облигации), то критерий срочности в них проявляется совершенно иначе, чем в классических срочных контрактах (форвардах, фьючерсах, опционах).

Подкрепим позицию о том, что производные финансовые инструменты невозможно строго причислить к инструментам срочного рынка, исследованием элементарных и гибридных финансовых инструментов.

По мнению исследователей А.И. Вострокнутовой и Н.С. Вороновой, финансовые инструменты делятся на элементарные и гибридные. С одной стороны, под элементарным финансовым инструментом следует понимать финансовый инструмент, свойства которого определяются одной переменной доходности. С другой стороны, необходимо учитывать эволюцию финансовых инструментов, когда множество инструментов с явно встроенным опционом, изначально созданных как гибридная конструкция,

<sup>4</sup> Фельдман А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты: учебник. М.: Финансы и статистика, 2003. 304 с.; Dubofsky David A. Options and financial futures: Valuation a. uses. New York. McGraw-Hill. 1992. 699 p.; Hull John C. Options, futures, & other derivatives. 4<sup>th</sup> ed., intern. Upper Saddle River, N.J. Prentice Hall Intern. 2000. 698 p.

<sup>5</sup> Галанов В.А. Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы: учебник. М.: Финансы и статистика, 2002. 464 с.

становится классическим (plain vanilla) для участников фондового рынка, обретает высокую ликвидность и получает признание государства, переходя в разряд элементарных финансовых инструментов. Более того, такие гибридные инструменты в соответствии с законодательством многих государств изначально подпадают под определение ценных бумаг (например, двухвалютные облигации, облигации с переменным купоном, размер которого привязан к фондовому индексу, ипотечные облигации и т.п.). Вместе с тем применительно к ипотечным облигациям Ф.Дж. Фабоцци в своей книге пишет: «...эти ценные бумаги (ипотечные) создаются путем структурирования, на основе денежных потоков пулов активов, лежащих в их основе», т.е. относятся к структурированным финансовым продуктам. По этой причине получает признание позиция об отсутствии необходимости строгого разграничения финансовых инструментов с позиций критерия их мультипликативности<sup>6</sup>. Более того, становится понятным, что одни и те же финансовые инструменты могут быть причислены и к инструментам срочного рынка, и к инструментам спотового рынка.

Что касается современного международного и российского законодательства, то четкого определения, какие финансовые инструменты относить к финансовым деривативам и/или срочным контрактам, не дается. Так, в 1993 г. Европейская директива отнесла к производным финансовым инструментам только 4 группы контрактов:

- фьючерсы;
- опционы;
- свопы;
- FRAs.

В подпункте 4-10 раздела С директивы Европейского парламента и Совета ЕС «О рынках финансовых инструментов» (MiFiD 2004/39/ЕС) приводится открытый перечень производных инструментов, сформированный с учетом сформулированных целей названной директивы. К деривативам относятся опционы, фьючерсы, свопы, форвардные соглашения и любые иные производные контракты, которые могут исполняться путем поставки базисного актива или расчетов денежными средствами, в том числе контракты на разницу (CFD) и производные, предназначенные для передачи кредитного риска.

Определения производного финансового инструмента (и/или срочной сделки) даются:

<sup>6</sup> Корпоративные финансы: учеб. для вузов / под ред. М.В. Романовского, А.И. Вострокнутовой. СПб.: Питер, 2011. 592 с.

– в 29 части ст. 2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»;

– в приказе Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России) от 04.03.2010 № 10-13/пз-н «Об утверждении Положения о видах производных финансовых инструментов»;

– в Положении Банка России от 24.09.1999 № 89-П «О порядке расчета кредитными организациями размера рыночных рисков»;

– в Положении Банка России от 26.03.2007 № 302-П «О правилах ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории Российской Федерации». Вместе с тем толкование сущности различных видов производных инструментов часто отличается от устоявшегося в мировой и отечественной практике.

В настоящее время отсутствует единый подход к определению понятия «производный финансовый инструмент», а производность финансового инструмента не означает его принадлежность именно к срочному рынку. Такое положение вряд ли может доставить трудности при использовании производных финансовых инструментов, но регулирование и контроль за рынком финансовых деривативов при отсутствии четких критериев классификации его инструментов серьезно осложняются.

Проблема создания строго упорядоченной классификации с четко выраженными квалификационными критериями обусловлена природой самих деривативов и спецификой развития их рынка:

– для финансовых деривативов характерно активное появление новых инструментов в соответствии с потребностями хозяйствующих субъектов и финансовой системы. При этом спрос на производные финансовые инструменты может расти экспоненциально, а может остаться нулевым;

– в силу особенностей законодательства различных стран отсутствует унификация оформления сделок на финансовых рынках, в том числе производные финансовые инструменты, по своей внутренней экономической сути (и структуре) являющиеся одинаковыми юридически, представлены разными инструментами (например, внешние формы структурированных финансовых продуктов).

Большинство предлагаемых различными авторами (А.Н. Буренин, А.Б. Фельдман, В.А. Галанов, Б.А. Райзберг и др.) классификаций являются

фасетным, т.е. все множество производных финансовых инструментов делится на несколько неочевидно связанных или не связанных между собой квалификационных групп по определенному критерию. Классификация производных финансовых инструментов способна удовлетворять современным требованиям науки и практики, если будет обладать следующими характеристиками:

– список производных финансовых инструментов должен иметь открытый характер, т.е. классификация должна включать все используемые сейчас деривативы, а также иметь возможность расширяться без изменения ее основной структуры в течение достаточно длительного времени;

– в основу классификации следует положить оптимальный критерий, учитывающий сложность деривативной конструкции и отражающий зависимость цены производного финансового инструмента от одного или ряда параметров доходности, а не традиционно используемые вид базисного актива и вид контракта;

– классификация производных финансовых инструментов должна характеризоваться понятностью и емкостью. В нашей стране используются заимствованные термины «дериватив», «производный финансовый инструмент» (от англ. derivatives securities, financial derivative). При этом необходимо понимать и всегда помнить, что обобщающие пары терминов «ценная бумага» и security, «срочный контракт» и derivative, «производная ценная бумага» и derivative security – не синонимы, а их правовые конструкции не имеют полного совпадения;

– классификация должна предоставить возможность ее использования при построении эффективной системы регулирования рынка деривативов на национальном и международном уровнях.

Таким образом, важно применять системный подход при построении классификации производных финансовых инструментов. Следует принимать во внимание, что выпукло отобразить в рамках единой классификации все особенности конкретных производных финансовых инструментов достаточно сложно. Так, в классификации предлагается использовать обобщенный критерий базисного актива, т.е. подразумевать деривативы на все виды базисных активов одновременно. В общем виде предлагается выделять производные финансовые инструменты первого, второго, третьего (и более высокого) порядков. Среди деривативов первого и

второго порядков выделяют срочные контракты и производные ценные бумаги. При этом производные финансовые инструменты первого порядка относятся к числу элементарных финансовых инструментов, а производные финансовые инструменты второго, третьего и т.д. порядков в настоящее время, кроме перечисленных инструментов, включают в состав финансовые деривативы и соответствуют признакам гибридных финансовых инструментов, которые в свою очередь подразделяются на финансовые инструменты (продукты) и финансовые стратегии<sup>7</sup>.

Как было отмечено, инновационные процессы на рынке производных финансовых инструментов развиваются по двум основным направлениям: создание новых финансовых инструментов и разработка технологий совершения сделок с ними. Эти два направления очень тесно связаны между собой и оказывают взаимное влияние. В первую очередь связка образуется за счет внедрения в биржевой оборот производных финансовых инструментов, которые на протяжении многих десятилетий считались исключительно внебиржевыми инструментами с индивидуальными параметрами, а также за счет предоставления возможности участникам торгов делать выбор в отношении не только ценовых параметров контрактов, но и применительно к ряду характеристик базисного актива и вариантов исполнения договора.

Необходимо отметить, что на формирование российского рынка производных финансовых инструментов существенное влияние оказали рынки экономически развитых стран, что позволило сформировать отечественный биржевой рынок срочных контрактов, который по своим количественным и качественным критериям соответствует развитым рынкам. В настоящее время отечественный рынок фьючерсов сконцентрирован в срочной секции ОАО «Московская биржа». В обращении находятся:

- 15 видов фьючерсных контрактов на активы секции «Фондовый рынок» (на индивидуальные акции российских и иностранных эмитентов, российские и зарубежные фондовые индексы);
- 12 видов фьючерсов на активы секции «Денежный

<sup>7</sup> Более подробно о классификации производных финансовых инструментов см.: *Бородач Ю.В.* Современные механизмы функционирования рынка производных финансовых инструментов: монография. Тюмень: ТюмГУ, 2015. С. 45–53.

рынок» (курсы иностранных валют, в том числе в виде кросс-курсов, процентные ставки российского кредитного рынка, государственные облигации);

– 23 фьючерса на товарные активы (часть товарных фьючерсов обращается на ОАО «Санкт-Петербургская биржа», ЗАО «Национальная товарная биржа», ОАО «Мосэнергобиржа»).

По количеству заключенных фьючерсных контрактов на обыкновенные акции и фондовые индексы рынок FORTS занимает второе место после Euronext в 2012 г., а в 2013–2014 гг. он вышел в лидеры по фьючерсам на акции (см. таблицу).

Развитие опционного сегмента российского биржевого рынка срочных контрактов в настоящее время идет по пути активного внедрения в обращение маржируемых опционов (вплоть до замены традиционных опционных контрактов) и флекс-опционов. Для увеличения ликвидности рынка опционов и роста количества открываемых позиций биржи используют процедуры дробления страйков в последний месяц обращения контрактов.

Необходимо отметить, что, несмотря на серьезную зависимость экономики России от рынка нефтегазовых энергоносителей, рынок производных финансовых инструментов на продукцию предприятий нефтегазовой отрасли является слабо развитым, т.е. характеризуется небольшими объемами торгов и малым спектром предлагаемых инвесторам финансовых инструментов. Сейчас биржевой срочный рынок товарных активов представлен только в срочной секции ОАО «Московская биржа», где торгуются:

- фьючерсные контракты на сырую нефть сортов Brent, Urals;
- фьючерсные контракты на дизельное топливо (летнее);
- фьючерсные контракты на газойль.

Сколько-нибудь систематизированных статистических данных о внебиржевом рынке срочных контрактов на продукцию предприятий нефтегазовой отрасли нет (это относится и к иным сегментам внебиржевого рынка финансовых деривативов в нашей стране).

Основное направление развития организованного рынка финансовых деривативов традиционно связано с изменениями, происходящими на рынках базовых активов. Так, АО «Немецкая биржа» сообщила о запуске спот-торговли облачными вычислениями, которая будет организована путем

Таблица 1

Открытые позиции по фьючерсам и опционам на крупнейших срочных биржах в 2012–2014 гг., тыс. позиций

Базисный актив	Торговая площадка (лидер региона)	Количество опционных контрактов			Количество фьючерсных контрактов		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
Обыкновенные акции	NASDAQ OMX (US)	639 090	688 537	695 283	...	...	...
	ASX Derivatives Trading	140 439	124 301	108 985	5 407	6 117	6 704
	National Stock Exchange (India)	57 221	81 705	85 405	153 122	166 371	211 005
	Euronext	112 841	98 697	176 400	246 542	130 052	123 945
	Moscow Exchange	5 865	5 799	4 060	241 481	233 720	343 151
Фондовые индексы	CBOE	304 351	372 668	406 498	23 892	40 193	50 615
	CME Group	59 142	91 007	130 157	588 494	572 902	566 253
	National Stock Exchange (India)	819 528	930 054	1 057 086	112 292	101 750	105 430
	Deutsche Borse	382 644	317 411	340 165	383 583	327 431	368 207
	Moscow Exchange	33 957	30 943	40 949	322 870	213 238	245 055
ETFs	NYSE	378 524	410 392	348 646	...	...	...
	Hong Kong Exchange	940	2 621	4 600	...	22	78
	Moscow Exchange	–	–	–	–	–	–
Процентные ставки	CME Group	227 833	285 916	364 943	995 269	1 201 665	1 401 434
	ASX Derivatives Trading	3 025	4 047	н/д	88 025	105 716	...
	Euronext (в 2014 г. EUREX)	111 699	141 955	51 996	339 013	432 734	409 346
	Moscow Exchange	0	0	0	21 241	12 741	9 186
Биржевые товары	CME Group	140 628	129 651	134 119	664 247	649 549	643 577
	Shanghai Futures Exchange	–	–	–	365 329	642 474	842 294
	ICE Futures	12 836	17 228	24 471	265 970	306 048	298 240
	Moscow Exchange	272	162	218	20 661	28 123	19 997
Валюта	CME Group	10 459	15 183	17 076	203 303	207 914	185 051
	National Stock Exchange (India)	237 063	252 398	987 509	631 267	603 360	3 230 633
	Euronext	1	175	112	2	2	0
	Moscow Exchange	2 000	2 923	43 444	410 545	358 589	707 197

Источник: составлено по данным World Federation of Exchanges, 2015.

создания специальной биржи Zimogy. Торговым активом будет выступать свободное дисковое пространство, измеряемое единицами вместимости не менее 1 терабайта, а способность вычислений предположительно будет равна минимум 10 Performance Units. На торгах сторонам будут доступны контракты сроком 1 день, неделю, месяц, год. Возможно, будут разрешены неограниченные сроки договоров. Логистическая безопасность торговли решается путем наделяния покупателя правом выбрать компанию, которая предоставляет услуги по вычислению и хранению данных клиентов (это компании Amazon, IBM, Rackspace). Однако на данном рынке будет все же присутствовать значительное количество финансовых рисков в связи с тем, что волатильность рыночной цены мощностей хранения и вычисления крайне высока и сохранится на высоком уровне в среднесрочной перспективе. В планы АО «Немецкая биржа» входит также запуск фьючерсов и опционов на облачные активы уже в 2015 г. в случае достижения спотовым рынком необходимой ликвидности.

Нельзя также исключать, что через некоторое время интерес крупных организаторов торговли вызовет виртуальная валюта Bitcoin, набирающая в последние годы популярность среди интернет-пользователей.

Следует также обратить внимание на трансформации активов на рынке интеллектуальной собственности, которые привели к появлению специализированных инвестиционных фондов, имеющих отличительные особенности по сравнению с традиционными инвестиционными и венчурными фондами, несмотря на поддержание общего принципа конфигурации коллективного инвестора. К таким институтам относятся:

- инвестиционные фонды, привязанные к рыночным индексам нового типа;
- фонды изобретений, построенные на принципах патентных агрегаторов;
- фонды, инвестирующие средства в судебные разбирательства, связанные с нарушениями патентов;

– фонды – агрегаторы потоков лицензионных роялти.

Достижение необходимого уровня ликвидности рынка названных финансовых активов, а также потребность в управлении рисками инвесторов в ближайшем будущем приведут к формированию рынка производных финансовых инструментов на паи инвестиционных фондов рынка интеллектуальной собственности.

Традиционный путь развития фондового рынка как источник развития рынка производных финансовых инструментов также не исчерпал себя, поскольку частные инвесторы в поисках хорошей ликвидности и вместе с тем достаточной доходности обращают внимание на акции компаний, чей бизнес либо появился недавно и является перспективным, растущим, либо существует давно, но прежде по разным причинам не вызывал инвестиционного интереса.

В последние годы мировое сообщество инвесторов все активнее совершает сделки с акциями компаний, оказывающих похоронные ритуальные услуги. В США это, как правило, акции крупных лицензированных похоронных управляющих (Service Corporation International, Carriage Corporation, StoneMor Partners, Hillenbrand Inc., Dignity Plc., Matthews International Corp., InvoCare), владеющих контрольными пакетами похоронных домов и кладбищ в США, Канаде, Германии, Австралии, Сингапуре и других странах. В среднем инвестиционный портфель акций компаний, оказывающих ритуальные услуги и производящих товары для проведения похорон, за предыдущий год показал доходность 29,2%, что выше доходности индекса S&P500 на 2,6%. Как правило, растущие объемы торгов на рынке акций, нормальная ликвидность и ценовая волатильность приводят к появлению биржевых фьючерсов и опционов на акции, демонстрирующие перечисленные показатели.

Что касается России, то маловероятно в ближайшие годы формирование активного рынка ценных бумаг похоронных компаний. Однако в последнее время развитие и трансформации на рынке потребительских кредитов привели к появлению значительного числа микрофинансовых организаций. Объем и динамика рынка микрозаймов в нашей стране позволяют сделать предположение о том, что в скором времени появятся производные финансовые инструменты для управления рисками, связанными с данным бизнесом (в первую очередь – с риском дефолта). Вероятнее всего, первоначально такие инструменты будут созданы на внебиржевом рынке.

Вектор развития любого сегмента финансового рынка в значительной степени определяют участники этого рынка. Современный финансовый рынок, по мнению Н.Б. Болдыревой, имеет такую особенность функционирования, как «виртуализация» (зависимость рынка от психологического состояния потенциальных инвесторов, их настроений и ожиданий). С другой стороны к этой же проблеме подошли П.Ф. Кравчук, Б.Б. Подгорный. По мнению этих исследователей, финансовые рынки влияют на каждого человека. По крайней мере, с точки зрения нашего материального благополучия.

Очевидно, что стремление к увеличению нормы прибыли и новации на финансовых рынках невозможны без отказа от выполнения религиозно-этических норм либо без их трансформаций, поскольку часть религиозных установок выполнить крайне сложно. Тем не менее распространяется мнение, что при соблюдении правил религиозной и финансовой этики эффективность работы финансовых рынков возрастет на фоне ослабления морального давления на работников финансово-кредитных институтов. Кроме того, облачение финансово-кредитных сделок в приемлемую с позиций религии форму (без изменения коммерческой сути) позволяет увеличивать объемы операций и использовать разнообразные производные финансовые инструменты. Например, законодательное закрепление основных религиозных постулатов, касающихся финансовых операций, в странах, где основной религией является ислам, привело к возникновению такого научного направления, как «исламская экономика», и формированию исламской финансовой системы, которая в последние годы активно интегрирует в общемировую финансовую систему и финансовый рынок.

Наша страна является многонациональным государством, на территории которого проживают последователи различных религий. Однако определить религиозную активность населения довольно сложно. На основе данных, представленных Фондом общественного мнения (ФОМнибус), можно сделать вывод, что религиозность значительной части православных в России ограничивается обрядовой составляющей (52% православных никогда не открывали священных текстов<sup>8</sup>). В дополнение следует отметить, что, по данным

<sup>8</sup> ФОМнибус: Индекс воцерковленности православных: мониторинг. Еженедельный опрос «ФОМнибус». 6–7 апреля 2013 г. URL: <http://fom.ru/TSennosti/11587>.



опросов ФОМнибус, 7% жителей России считают наиболее чуждой для себя религией ислам. При этом 40% отвечают, что в РФ и мире ислам играет отрицательную роль<sup>9</sup>. По мнению многих исследователей, в нашей стране пока не сложилась определенная модель государственно-религиозных отношений, но развитие должно идти по пути формирования кооперационной модели.

Христианство, иудаизм, ислам уделяют внимание вопросам коммерции и бизнеса, устанавливают ряд прямых запретов на действия по извлечению предпринимательского дохода. При исследовании функционирования рынка производных финансовых инструментов наибольший интерес представляют позиции каждой религии в отношении взимания процента за предоставленные в ссуду денежные средства. В христианстве и исламе на взимание процента изначально был установлен строжайший запрет. Постепенно этот запрет на начисление процентов в христианской религии заменялся на необходимость избегать спекуляций и сверхобогащения за счет других. В исламе данное ограничение действует до сих пор и закреплено государственными законами о банковском деле (например, в Саудовской Аравии, Иране), и ортодоксальные верующие не могут его нарушить<sup>10</sup>.

Более жесткий контроль за соблюдением норм религиозной морали в странах, исповедующих ислам как основную религию, является одной из причин более слабого развития финансовых центров данного региона с позиций оценки их структуры и количества финансовых услуг<sup>11</sup>. Однако в последние 10 лет «исламский» финансовый сектор называют одним из самых быстрорастущих сегментов глобальной индустрии финансовых услуг.

Основной причиной такого положения вещей считается появление в прошлом столетии и активное развитие «исламской экономики», которая, по сути, представляет собой исламскую финансовую систему, функционирующую в рамках традиционной мировой финансовой системы. Исламская экономическая модель активно расширяет свою географию за счет немусульманских стран и

включает 350 банков, работающих более чем в 40 странах мира. В рейтинге крупнейших финансовых учреждений мира называют 36 «исламских» банков, имеющих филиалы в различных странах. Лучшим инвестиционным «исламским» банком признан Jadwa Investment, лучшим «исламским» управляющим фондом – Falcom Asset Management, лучшим «исламским» оператором на рынке сырьевых товаров и производных инструментов – Al Rajhi Bank.

Так называемые «исламские» финансовые учреждения специализируются на создании и предложении финансовых инструментов, конструкция которых соответствует этическим нормам ислама. В основе подавляющего большинства «исламских» финансовых продуктов лежат контракты двойной продажи, конструирование которых базируется на эксплуатации механизмов обращения форвардов и опционов. Особого внимания заслуживает фьючерс на нефть сорта Oman, торги которым начала товарная биржа в Дубае (DME). На российском фондовом рынке и рынке банковских услуг также предлагаются «исламские» финансовые продукты. В частности, активно развиваются кредитные продукты на территориях Дагестана и Ингушетии. В 2006 г. компанией «Брокер Кредит Сервис» был организован ПИФ «Халаяль», активы которого были структурированы согласно принципам шариата. Для контроля за соблюдением этих принципов при формировании инвестиционного портфеля фонда была создана компания «Зам-Зам+». В июне 2009 г. ООО «ИФК «Линова» (лидер по развитию «исламских» финансовых услуг в России) представила модель российской исламской финансовой системы.

Современная практика развития «исламских» финансовых услуг показывает, что в среднесрочной перспективе исламизация мировых финансовых рынков будет нарастать. Однако в России имеют место существенные препятствия для развития сегмента «исламских» продуктов.

Наиболее значимым направлением инноваций на рынке производных финансовых инструментов, связанным с модернизацией торговых технологий, является использование участниками сделок алгоритмической торговли (HFT-трейдинга). С момента ее появления сторонники и противники высокочастотной торговли ведут дискуссии о достоинствах и недостатках роботизации инвестиционного процесса, а государственные регуляторы и организаторы торговли вводят ограничения на количество внесенных и

<sup>9</sup> ФОМнибус: Россияне об исламе. Еженедельный опрос «ФОМнибус». 4–5 августа 2012 г. URL: <http://fom.ru/TSennosti/10652>.

<sup>10</sup> Дорох Е.Г., Болохомская К.Т. Современные тенденции функционирования международных финансовых центров // Финансы и кредит. 2013. № 12. С. 26–33.

<sup>11</sup> Мошенец Е. 36 лучших исламских банков. URL: <http://www.investgazeta.net/finansy/36-luchshih-bankov-rejting-161217/>.

отменяемых участниками торгов заявок в их торговые системы в целях защиты от их перегрузки. Также идут обсуждения возможностей создания равных условий на торгах для всех участников электронной торговли финансовыми инструментами. Защита биржевой инфраструктуры от «холостых» транзакций строится и на введении дополнительных биржевых комиссий. Все это в свою очередь задает вектор развития HFT-трейдингу. В итоге инновационные разработки трейдеров становятся катализатором инноваций организаторов торговли, а это приводит к новому витку разработок алготрейдеров. Если на начальных этапах развития HFT-трейдинга все стремились обеспечить максимальную скорость работы своих роботизированных торговых систем в целях использования открывшихся неэффективностей рынка раньше других игроков, то сейчас основной задачей является снижение транзакционных издержек.

Организатор биржевой торговли производными финансовыми инструментами стремится к увеличению биржевых оборотов и количества заключаемых сделок, что достигается за счет высокой ликвидности рынка. На ликвидность торгов оказывает существенное влияние и механизм формирования ценовых параметров срочных контрактов, применяемый на бирже. Таким образом, можно сформулировать основные направления инноваций организатора торговли:

- вид биржевого аукциона;
- механизмы взаимодействия участников торгов посредством системы подачи заявок;
- виды заявок, которые могут подавать участники торгов;
- вид биржевой сессии (основная или дополнительная) и ее продолжительность;
- используемые участником торговли способы торговли, в том числе механические и роботизированные торговые системы;
- интеграция торговой системы биржи с другими торговыми системами, в том числе наличие возможностей автоматической переадресации заявок из торговой системы данной срочной биржи в ATS (альтернативные торговые системы) и торговые системы других бирж;
- типы выставяемых участниками торгов котировок;
- категории участников, допущенных к торгам, и их права;
- устанавливаемые биржей лимиты;

- методика определения уровня первоначальной маржи;
- технология проведения ежедневного и окончательного клиринга с расчетом вариационной маржи;
- спекулятивные составляющие срочного контракта, зависящие от сложности и гибкости его конструкции (в том числе «финансовый рычаг»);
- механизм исполнения срочного контракта.

Инновации на рынке производных финансовых инструментов способствуют выполнению данным рынком его важнейших функций, в том числе способствуют минимизации рисков операций хозяйствующих субъектов и достижению стабильности экономической системы государства. Вместе с тем функционирование рынка финансовых деривативов вносит и элемент неустойчивости рыночной экономики в силу следующих основных причин.

1. Усиливающаяся в последние десятилетия асимметричность рынков и ослабление корреляции реального и финансового секторов экономики. Рост фиктивного капитала осуществляется преимущественно за счет роста объемов торговли производными финансовыми инструментами, очевидна тенденция ускорения развития фиктивного капитала по сравнению с реальным.
2. Монополизация рынка финансовых деривативов (если быть абсолютно точным, то монополизирован весь финансовый рынок).
3. Использование новых методов оценки справедливой рыночной стоимости ценных бумаг и производных финансовых инструментов. Это приводит к искажению (чаще в сторону завышения) стоимости финансовых инструментов и, как следствие, к росту виртуальной величины фиктивного капитала.
4. Высокая степень либерализма в регулировании срочных рынков, берущая свои истоки в политике 1970-х гг. Это приводит к развитию новой формы макроэкономических рыночных процессов, деиндустриализации экономики сначала развитых, а затем и развивающихся стран. Подобные процессы способствуют «надуванию» спекулятивных «пузырей».
5. Слабое развитие инфраструктуры рынка производных финансовых инструментов и ее постоянное отставание от реальных потребностей.

6. Работа расчетно-клиринговых систем построена таким образом, что в случае необходимости закрытия значительного количества позиций на рынке срочных контрактов могут возникнуть неконтролируемые ценовые флуктуации.

Итак, можно сделать некоторые выводы. Рынок производных финансовых инструментов выступает тем связующим звеном, которое позволяет финансовому рынку каждой страны и глобальному финансовому рынку функционировать и развиваться как единому целому и выполнять значимые для экономики и ее субъектов функции.

Столетие инноваций на финансовых рынках привело к усилению процессов секьюритизации, которые в свою очередь оказывают дополнительное стимулирующее влияние на развитие инновационных процессов на каждом сегменте финансового рынка. Итогом стали существенный рост объемов рынков производных финансовых инструментов (как в географическом плане, так и в количественном выражении), приобретение ими глобального характера, возникновение глобальной асимметричности рынков вследствие превышения во много раз объемов виртуализированного капитала над объемом реальной товарной массы.

Любые изменения оказывают двойное воздействие на объекты, подвергающиеся модернизации, совершенствованию. С одной стороны, изменения в составе торгуемых инструментов

и технологиях совершения сделок позволяют участникам рынка получить больший набор возможностей по управлению капиталом в целях спекуляции и хеджирования, а с другой – оказывают негативное воздействие как на трейдеров, так и на самих организаторов торговли. Здесь в первую очередь имеется в виду факт коммерциализации организаторов торговли, который привел к необходимости бесконечного увеличения скорости торговли каждым трейдером. Последнее (кроме всего прочего) привело к усилению эмоциональной напряженности работы трейдеров, созданию и развитию торговых роботов, позволяющих анализировать огромные объемы информации, максимально быстро использовать ее в заключении сделок и избегать нервных срывов.

Заложенные обществом и религией определенные моральные установки формируют мировоззрение и восприятие людей, оказывая тем самым воздействие на принимаемые ими финансовые и управленческие решения, а также на используемые финансовые инструменты и технологии заключения сделок с ними. С этим связано активное развитие сегмента «исламских финансовых инструментов», в том числе и на рынке финансовых деривативов во всем мире.

Базовый рынок по-прежнему остается одним из важных факторов инноваций на срочном рынке ввиду появления новых видов финансовых инструментов.

## Список литературы

1. Экономика региона: взаимодействие реального и финансового секторов: монография / под ред. П.М. Килина, И.А. Лиман. Тюмень: Тюменский государственный университет, 2005. 324 с.
2. *LiPuma E., Lee B.* A Social Approach to the Financial Derivatives Markets // *South Atlantic Quarterly*. 2012. Vol. 111. № 2. P. 289–316.
3. *Болдырева Н.Б.* О понятийной неопределенности и сущности финансового рынка // *Исследование финансовых рынков: теория, методология, практика: коллективная монография* / под ред. Б. Болдыревой, Г.В. Черновой. Тюмень: Тюменский государственный университет, 2014. С. 10–46.
4. *Jarrow R., Turnbull S.* *Derivative Securities*. South-Western College Publishing, 2000. 684 p.
5. *Dubofsky D.A.* *Options and Financial Futures: Valuation and Uses*. New York. McGraw-Hill, 1992. 699 p.
6. *Hull J.C.* *Options, Futures, and Other Derivatives*. 4<sup>th</sup> ed., intern. Upper Saddle River. N.J. Pearson Prentice Hall, 2000. 698 p.
7. *Fabozzi F.J.* *Handbook of Structured Financial Products*. New York, Wiley. 1998.
8. *Воронов В.С.* Развитие институциональной среды коллективного инвестирования на рынке интеллектуальной собственности // *Исследование финансовых рынков: теория, методология, практика: коллективная монография* / под ред. Н.Б. Болдыревой, Г.В. Черновой. Тюмень: Тюменский государственный университет, 2014. С. 305–329.

9. *Кравчук П.Ф., Подгорный Б.Б.* Влияние культурных и религиозных традиций на формирование сообщества частных инвесторов фондового рынка // Вестник Волгоградского государственного университета. Сер. 7. Философия. 2009. № 1. С. 139–144.
10. *Тарасевич И.А.* Религиозная безопасность Российской Федерации: монография. Тюмень: Тюменский государственный университет, 2013. 288 с.
11. *Яндиев М.И., Беккин Р.И.* Кредит в структуре рыночной котировки в свете исламского финансового законодательства. URL: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=3058>.

ISSN 2311-8709 (Online)

ISSN 2071-4688 (Print)

Securities Market

**INNOVATION OF THE RUSSIAN MARKET OF FINANCIAL DERIVATIVES:  
DEVELOPMENT TRENDS AND THE IMPACT ON ECONOMIC STABILITY**

Yuliya V. BORODACH

Tyumen State University, Tyumen, Tyumen Oblast, Russian Federation  
jvborodach@rambler.ru

**Article history:**

Received 13 August 2015

Accepted 1 October 2015

**JEL classification:** E44, E69, F39,  
G10, G19, G30**Keywords:** financial market,  
hedging, futures exchange,  
algorithmic trading, high-frequency  
trading**Abstract****Importance** The article addresses innovations in the Russian market of financial derivatives and major factors influencing the development of instruments and mechanisms in this market.**Objectives** The aim is to explore innovative processes in the financial derivatives market and their specific features.**Methods** The study draws upon the findings of Russian and foreign economists, who underpin the impact of financial markets on economic growth and impossibility of financial sector's development without real economy. The methodology includes general scientific and special methods of investigation, historical and logical analysis, statistical and comparative analysis.**Results** The financial derivatives market is a kind of superstructure for other segments of the financial market; it acts as a main link for the entire system of financial markets. Thus, it has a significant impact on economic processes in our country. Along with immanent economic stability, the market's tools and technologies have destabilizing components. Changes in international financial markets and religious and ethical norms have a material effect on the Russian financial derivatives market development. Innovations in the market enable to solve many problems, including those related to limited economic resources and maintaining revenue at the entire economic system's level.**Relevance** The article summarizes the findings on major areas of innovation in the financial derivatives market, and factors influencing the innovation processes. The focus is on difficulties related to introducing the new tools and technologies in the Russian financial market.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2015

**References**

1. *Ekonomika regiona: vzaimodeistvie real'nogo i finansovogo sektorov: monografiya* [The region's economy: interaction of real and financial sectors: a monograph]. Tyumen, Tyumen State University Publ., 2005, 324 p.
2. LiPuma E., Lee B. A Social Approach to the Financial Derivatives Markets. *South Atlantic Quarterly*, 2012, vol. 111, no. 2, pp. 289–316.
3. Boldyreva N.B. *O ponyatiinoi neopredelennosti i sushchnosti finansovogo rynka. V kn.: Issledovanie finansovykh rynkov: teoriya, metodologiya, praktika: kollektivnaya monografiya* [On conceptual uncertainty and nature of the financial market. In: A study of financial markets: theory, methodology, practices: a collective monograph]. Tyumen, Tyumen State University Publ., 2014, pp. 10–46.
4. Jarrow R., Turnbull S. *Derivative Securities*. South-Western College Publishing, 2000, 684 p.
5. Dubofsky D.A. *Options and Financial Futures: Valuation and Uses*. New York, McGraw-Hill, 1992, 699 p.
6. Hull J.C. *Options, Futures, and Other Derivatives*. 4<sup>th</sup> ed., intern. Upper Saddle River, N.J., Pearson Prentice Hall, 2000, 698 p.
7. Fabozzi F.J. *Handbook of Structured Financial Products*. New York, Wiley, 1998.
8. Voronov V.S. *Razvitie institutsional'noi sredy kollektivnogo investirovaniya na rynke intellektual'noi sobstvennosti. V kn.: Issledovanie finansovykh rynkov: teoriya, metodologiya, praktika: kollektivnaya*

- monografiya* [Development of institutional environment of collective investment in the intellectual property market. In: A study of financial markets: theory, methodology, practices: a collective monograph]. Tyumen, Tyumen State University Publ., 2014, pp. 305–329.
9. Kravchuk P.F., Podgornyi B.B. Vliyanie kul'turnykh i religioznykh traditsii na formirovanie soobshchestva chastnykh investorov fondovogo rynka [The impact of cultural and religious traditions on the formation of private investors' community of the stock market]. *Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta* = *Science Journal of Volgograd State University*, 2009, no. 1, pp. 139–144.
  10. Tarasevich I.A. *Religioznaya bezopasnost' Rossiiskoi Federatsii: monografiya* [The religious safety of the Russian Federation: a monograph]. Tyumen, Tyumen State University Publ., 2013, 288 p.
  11. Yandiev M.I., Bekkin R.I. *Kredit v strukture rynochnoi kotirovki v svete islamskogo finansovogo zakonodatel'stva* [The credit in the structure of market quotation in the light of the Islamic financial legislation]. Available at: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=3058>. (In Russ.)