

**МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО СПЕЦИАЛЬНОГО
ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

ТАШКЕНТСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ

ОТДЕЛ МАГИСТРАТУРЫ

*На правах рукописи
УДК: 339.7*

АБДУКАДИРОВ НАЗАРБЕК МАМАТРАИМОВИЧ

**ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ПРОИЗВОДНЫХ
ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ И ФИНАНСОВЫХ
ИННОВАЦИЙ**

Специальность: 5A230604 - “Международные финансы”

ДИССЕРТАЦИЯ

Выполненная для получения академической степени магистра

Научный руководитель:

проф. Шамсутдинов Ф.

ТАШКЕНТ – 2017

СОДЕРЖАНИЕ

	СТР.
ВВЕДЕНИЕ.....	3
ГЛАВА I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ СРОЧНОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА.....	8
1.1. Понятие, сущность и функции финансового рынка.....	8
1.2. Теоретические аспекты функционирования рынка производных финансовых инструментов.....	16
1.3. Теоретические основы финансовых инноваций.....	29
Выводы по первой главе.....	33
ГЛАВА II. ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН.....	35
2.1. Анализ функционирования рынка дериватив и финансовых инноваций Соединённых Штатов Америки.....	35
2.2. Анализ функционирования рынка дериватив и финансовых инноваций стран Европейского Союза.....	45
2.3. Анализ функционирования рынка дериватив и финансовых инноваций в Российской Федерации	54
Выводы по второй главе.....	63
ГЛАВА III. ВОЗМОЖНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ ЗАРУБЕЖНОГО ОПЫТА РАЗВИТИЯ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИКИ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН.....	65
3.1. Направления путей совершенствования рынка производных финансовых инструментов в Республики Узбекистан.....	65
3.2. Виды актуальных, для внедрения в экономику Республики Узбекистан, финансовых инноваций.....	71
Выводы по третьей главе.....	77
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	79
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	84

Введение

Актуальность темы магистерской диссертационной работы. В условиях рыночной экономики важен процесс перераспределения финансовых ресурсов между экономическими субъектами, которое может происходить как на обязательной основе через бюджетную систему и внебюджетные фонды, так и на добровольной основе посредством использования финансового рынка, например, благодаря привлечению средств путем выпуска ценных бумаг, размещению кредитных договоров и займов одними экономическими субъектами и одновременным размещением временно свободных денежных средств в соответствующие активы другими субъектами, поступлению дивидендов, процентов.

«Каждый из нас должен отдавать себе отчет в том, что Узбекистан сегодня — это составная часть мирового пространства и глобального финансово-экономического рынка.»¹ Из данной цитаты Первого Президента Республики Узбекистан Ислама Каримова приведённой в книге «Мировой финансово экономический кризис пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана» вытекает практическая значимость и обоснованность данной работы заключается в более полном раскрытии потенциала финансовой системы Республики Узбекистан, а именно в сфере использование производных финансовых инструментов как активов обеспечивающих насыщение субъектов мировой экономики согласно их спросу.

Отдельным сегментом финансового рынка является рынок производных финансовых инструментов который является связующим звеном и неким симбиозом от всех отраслей финансового рынка. Производные финансовые инструменты – это экономическая категория, которая изучена не до конца, хотя первые их разновидности появились

¹ Каримов И.А «Мировой финансово экономический кризис пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана» Ташкент 2009 изд. «Узбекистан»

несколько столетий назад. С усложнением экономических отношений, увеличением возможностей перераспределения финансовых средств появляются и новые возможности использования производных финансовых инструментов. Деривативы позволяют не только использовать новые варианты инвестирования средств, но и управлять рисками, что наиболее важно с точки зрения рационального инвестирования.

Принимая решения, направленные на реализацию своих целей, финансовые институты одновременно воздействуют на денежный рынок, валютный рынок, рынок ценных бумаг и их производных инструментов.

В этой связи перед финансовой организацией стоят задачи не только освоения новых сфер деятельности, но и внедрения новых методов и механизмов эффективного взаимосвязанного формирования и управления производными финансовыми инструментами.

Объектом изучения магистерской диссертационной работы является анализ функционирования рынка производных финансовых инструментов как в финансовых системах, ведущих зарубежных стран так и в Республике Узбекистан.

Предметом изучения магистерской диссертационной работы является развитие рынка производных финансовых инструментов, а на примере и рынка ценных бумаг, рынка ссудного капитала и рынка иностранной валюты.

Целью магистерской диссертационной работы является изучение теоретических и организационных основ функционирования рынка производных финансовых инструментов и финансовых инноваций, изучение роли и значения финансового рынка на основе анализа показателей развития рынка опционов и фьючерсов как основных сегментов рынка производных финансовых инструментов, а также рассмотрение направлений повышения его роли и значения в условиях модернизации экономики и перераспределения средств в мировой

экономике.

В соответствии с целью были поставлены и решены следующие **задачи:**

- изучить понятие, сущность и функции финансового рынка и рынка производных финансовых инструментов;
- рассмотреть сегменты срочного финансового рынка и дать их характеристику;
- рассмотреть организационные и нормативно-правовые основы функционирования рынка производных финансовых инструментов и финансовых инноваций в развитых странах;
- изучить тенденции развития рынка производных финансовых инструментов за рубежом.
- рассмотреть направления повышения роли и значения рынка производных финансовых инструментов финансовых инноваций в условиях модернизации экономики Республики Узбекистан.

Научная новизна магистерской диссертационной работы заключается в наблюдении общих тенденций развития, наблюдаемых на международных и национальных рынках производных финансовых инструментов стран с развитыми и развивающимися рыночными отношениями, а также в разработке рекомендаций по внедрению некоторых видов финансовых инструментов в обращение на финансовых рынках Республики Узбекистан.

Основная задача магистерской диссертационной работы заключается в наблюдении основных тенденций развития рынков производных финансовых инструментов и анализ функционирования и внедрения финансовых инноваций ближнего и дальнего зарубежья.

Гипотеза исследования магистерской диссертационной работы заключается в разработке предложения по активизации рынка деривативов в Республике Узбекистан и внедрению некоторых видов финансовых инноваций, путем синтеза эмпирического и дедуктивного методов.

Обзор литературы исследования. В данной диссертационной работе была использована преимущественно зарубежная литература и законодательные акты таких стран как США, Великобритания и других стран Европейского союза, а также Российской Федерации. Кроме того, был проведен глубокий анализ законодательных актов Республики Узбекистан по вопросам регулирования рынка производных финансовых инструментов. Использовались аналитические данные размещенные на сайте Банка Международных Расчетов.

Характеристики методик, примененных в данной диссертационной работе. В данной диссертационной работе были использованы такие методики как эмпирический метод исследования, метод индуктивного разложения и абстракции, метод дедуктивного анализа и поиска взаимосвязей, метод статистической экстраполяции, метод сопоставления и адаптации (с учетом территориальных и прочих особенностей), метод процентно-долевого доминирования, метод искусственного создания спроса.

Теоретическая и практическая значимость результатов исследования магистерской диссертационной работы. В данной диссертационной работе рассмотрены теоретические основы функционирования финансового рынка, рынка производных финансовых инструментов, сделан анализ основ функционирования рынка производных финансовых инструментов некоторых стран с развитой рыночной экономикой и Республики Узбекистан рынка опционов и фьючерсов, а также рассмотрены направления повышения роли и значения рынка производных финансовых инструментов в условиях модернизации экономики. Материалы, изложенные в данной диссертационной работе, могут быть в дальнейшем использованы при подготовке статей, тезисов докладов, учебных пособий и других работ по различным вопросам функционирования финансового рынка.

Структура магистерской диссертационной работы. Магистерская диссертационная работа состоит из введения, 3 глав, заключения, списка использованной литературы.

В первой главе рассмотрены понятие, сущность и функции финансового рынка, рынка производных финансовых инструментов и финансовых инноваций

Во второй главе сделан анализ основ функционирования рынка производных финансовых инструментов Соединённых Штатов Америки, Ведущих стран Европейского Союза, Российской Федерации.

В третьей главе представлены направления повышения роли и значения рынка производных финансовых инструментов и финансовых инноваций в условиях либерализации экономики.

В заключении магистерской диссертационной работы сделаны основные выводы по содержанию работы и даны рекомендации по укреплению основ функционирования рынка производных финансовых инструментов и финансовых инноваций Республики Узбекистан.

ГЛАВА I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ СРОЧНОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

1.1. Понятие, сущность и функции финансового рынка

В экономике любого государства функционируют различные экономические субъекты, к которым относятся государство, предприятия и население, которые могут как обладать избыточными или временно свободными, неиспользуемыми финансовыми ресурсами, так и нуждаться в привлечении дополнительных денежных средств или финансовых ресурсов для текущей деятельности, реализации инвестиционных проектов, проведения процессов обновления и модернизации оборудования и других целей. Механизмом, посредством которого временно свободные финансовые ресурсы одних экономических субъектов на разных условиях и с использованием разных инструментов поступают в распоряжение других экономических субъектов, является финансовый рынок.

Финансовый рынок представляет собой рынок финансовых ресурсов, отличающийся от других рынков тем, что объектом купли-продажи на нем выступают денежные средства и другие финансовые инструменты, т.е. финансовые ресурсы. Финансовый рынок создан с целью аккумулировать временно свободные финансовые ресурсы одних субъектов экономики и предоставлять их на платной основе другим субъектам, нуждающимся в финансовых ресурсах. Владелец финансовых ресурсов инвестирует их в инструменты финансового рынка или передает за определенную плату во временное пользование для хранения, управления, сбережения или страхования организациям финансового рынка, которые в свою очередь предоставляют эти средства за более высокую плату другим юридическим и физическим лицам, а платой за использование предоставляемых финансовых ресурсов являются проценты, дивиденды, купонный доход.

Рассмотрим ряд определений термина «финансовый рынок».

Белоглазова Г., Кроливецкая Л. и другие определяют финансовый рынок как рынок, на котором осуществляется перераспределение свободных денежных капиталов и сбережений между различными субъектами экономики путем совершения сделок с финансовыми активами. В качестве финансовых активов выступают национальная и иностранная валюты в наличной форме и в виде остатков на банковских счетах, а также золото, ценные бумаги и производные финансовые инструменты².

По мнению Грязновой А. Г., Маркиной Е. В. и других, финансовый рынок – специфическая сфера денежных операций, где объектом сделки являются свободные денежные средства населения, организаций и государства. Основными элементами финансового рынка являются рынок ценных бумаг, рынок кредитных услуг и валютный рынок, однако финансовый рынок также можно определить как рынок любых финансовых услуг, при этом под финансовыми понимаются услуги кредитных организаций, страховых компаний, профессиональных участников рынка ценных бумаг, негосударственных пенсионных фондов и лизинговых компаний³.

Белоножко М.Л. и Скифская А.Л. определяют финансовый рынок как рынок кратко-, средне-, и долгосрочных кредитов, инвестиций, ценных бумаг, вкладов⁴.

По мнению Малиновской О. В., Скобелевой И. П., Бровкиной А. В. содержание категории «финансовый рынок» многогранно⁵:

² Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие. Стандарт третьего поколения / Под ред. Г. Белоглазовой, Л. Кроливецкой. – СПб.: Питер, 2013. – С. 8.

³ Финансы: учебник / под ред. А. Г. Грязновой, Е. В. Маркиной. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2012. – С. 482.

⁴ Белоножко М.Л., Скифская А.Л. Государственные и муниципальные финансы: учебник – СПб: ИЦ «Интермедия», 2014. – С. 12.

⁵ Малиновская О. В., Скобелева И. П., Бровкина А. В. Финансы: учебное пособие. В 2 т. – М.: ИФРА-М, 2012. – С. 108-109.

– во первых, финансовый рынок – это совокупность всех финансовых ресурсов в их движении;

– во вторых, финансовый рынок – это совокупность рыночных институтов, на которых происходит торговля финансовыми активами. Основными торгуемыми финансовыми активами являются иностранная валюта, ценные бумаги, кредиты, депозиты, производные инструменты. Основная функция финансового рынка заключается в обеспечении перетока средств от субъектов хозяйствования, для которых они в данный момент являются свободными или временно неиспользуемыми), к субъектам хозяйствования, испытывающим потребность в финансовых ресурсах;

– в третьих, финансовый рынок – это организационная институциональная структура для создания финансовых активов и обмена финансовыми активами.

Романовский М. В., Вострокнутова А. И. определяют финансовый рынок как институциональное и функциональное устройство, обеспечивающее в экономической системе трансформацию сбережений в инвестиции и выбор направлений их наиболее эффективного использования, финансовый рынок – это рынок финансовых инструментов, которые опосредуют процесс трансформации сбережений в инвестиции⁶.

Балалова Е. И. определяет финансовый рынок как экономические отношения, связанные с перераспределением капитала между кредиторами и заемщиками при помощи посредников в рамках формирования спроса и предложения на капитал⁷.

Таким образом, финансовый рынок как экономическая категория представляет собой совокупность рыночных экономических отношений и институтов, обеспечивающих функционирование механизма мобилизации

⁶ Корпоративные финансы: Учебник для вузов / Под ред. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. – СПб.: Питер, 2011. – С. 105.

⁷ Балалова Е. И. Место и роль рынка ценных бумаг в системе финансовых рынков // Научно-теоретический журнал – 2014. – № 4. – С. 48.

и перераспределения финансовых ресурсов между различными субъектами в различных отраслях и на разных рынках.

Финансовые рынки можно классифицировать по разным признакам: по срокам размещения средств, объекту или форме движения денежных ресурсов, месту нахождения, степени развитости ⁸ (рис.1.1)



Рис-1.1. Классификация финансовых рынков⁹

Рассмотрим классификацию финансовых рынков по каждому признаку подробнее. По срокам размещения средств выделяют краткосрочный, среднесрочный и долгосрочный финансовый рынок.

По объекту или форме движения денежных ресурсов финансовый рынок делится на рынки кредитный рынок, рынок ценных бумаг (фондовый рынок), валютный рынок, рынок лизинговых услуг, рынок

⁸ Барулин С. В. Финансы: учебник. – 2-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2011. – С. 575-577.

⁹ Составлено на основе текста Барулин С. В. Финансы: учебник. – 2-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2011. – С. 575-577.

факторинговых услуг, страховой рынок.

По месту нахождения финансовые рынки делятся на внутренние и мировые. Внутренние финансовые рынки ориентированы на финансовые ресурсы национальной экономики. Мировые финансовые рынки функционируют за счет финансовых ресурсов экономических субъектов разных стран.

По степени развитости финансового рынка в целом и отдельных его элементов различают развитые и развивающиеся финансовые рынки. Развитые финансовые рынки характеризуются стабильностью, выражающейся в незначительном колебании курсов, процентных ставок, качественным и полноценным правовым обеспечением деятельности субъектов на финансовом рынке, развитой и отлаженной системой информационного обеспечения субъектов финансового рынка, высокой ликвидностью и надежностью большинства инструментов финансового рынка, развитостью системы и высокой надежностью финансовых посредников, масштабностью финансовых сделок и операций, совершаемых на рынке, наличием развитой рыночной инфраструктуры (системы гарантирования, страхования и защиты прав инвесторов, системы рейтинговых агентств и кредитных бюро, контроля и аудита, биржевой торговли и коммуникаций). Развивающиеся финансовые рынки либо практически полностью не имеют характеристик, присущих развитым финансовым рынкам, либо они еще не достигли необходимого уровня. Также развивающимся финансовым рынкам присущи более высокие финансовые и иные риски, отсутствие четко отлаженной системы их страхования, низкая эффективность рынка, в частности значительные сроки прохождения финансовых ресурсов от первичного до конечного размещения, большая разница между ценами покупки и продажи или продажи и покупки финансовых ресурсов, жесткость мер государственного надзора и регулирования, трудность доступа на финансовые рынки нерезидентов данной страны, зависимость от развитых

финансовых рынков.

Финансовые рынки выполняют инвестиционную, инновационную, спекулятивную, а также функцию управления рисками и ценообразования¹⁰



Рис- 1.2. Функции финансового рынка¹¹

Дадим описание каждой функции финансового рынка. Инвестиционная функция является основной функцией финансового рынка, содержание которой заключается в аккумуляции свободных денежных капиталов и сбережений и их последующим использовании в качестве инвестиционных ресурсов. С помощью финансового рынка осуществляется перераспределение инвестиций между отраслями и сферами экономики, территориями и странами, компаниями, населением и государством.

Инновационная функция финансового рынка заключается в предоставлении заемных средств для финансирования процессов разработки и внедрения инновационных процессов в реальном секторе экономики, а также разработку и практическое использование новых

¹⁰ Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие. Стандарт третьего поколения / Под ред. Г. Белоглазовой, Л. Кроливецкой. – СПб.: Питер, 2013. – С. 40-42.

¹¹ Составлено на основе текста Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие. Стандарт третьего поколения / Под ред. Г. Белоглазовой, Л. Кроливецкой. – СПб.: Питер, 2013. – С. 40-42.

финансовых инструментов на самом финансовом рынке для повышения эффективности его функционирования.

Спекулятивная функция финансового рынка связана с тем, что инвесторы могут использовать разные инструменты финансового рынка для получения максимальной прибыли с учетом сложившихся на момент проведения финансовых операций условий. Спекулятивная функция финансового рынка может иметь положительное значение для одних участников финансового рынка, например, профессиональных участников, и иметь негативные последствия для других участников, например, эмитентов ценных бумаг или потенциальных инвесторов.

Функция управления рисками заключается в том, что финансовый рынок создает для экономических субъектов механизмы и возможности, которые они могут использовать для управления рисками, что может способствовать снижению финансовой неопределенности в экономике на основе оценки рисков и их перераспределения между участниками рынка.

Функция ценообразования заключается в установлении и обеспечении процесса движения рыночных цен (курсов) на финансовые активы посредством сбалансирования спроса и предложения покупателей и продавцов.

Рассмотрим основных участников финансового рынка, которых можно объединить в следующие группы в зависимости от их роли:

1. Поставщики финансового капитала (продавцы временно свободных денежных средств) – кредиторы и инвесторы, которые могут быть как юридическими лицами, так и физическими лицами. Кредиторы и инвесторы вкладывают свои свободные денежные средства в различные финансовые инструменты прежде всего для получения дохода.

2. Потребители финансового капитала (покупатели временно свободных денежных средств) – заемщики, которыми являются юридические и физические лица, и эмитенты. Юридические лица нуждаются в получении заемных финансовых ресурсов в различных

случаях, например, для финансирования инвестиционных проектов, приобретения оборудования, осуществления модернизации производства и другие цели.

3. Финансовые посредники – институты, выполняющие посредническую функцию между поставщиками и потребителями финансового капитала. Финансовые посредники аккумулируют свободные денежные средства одних экономических субъектов и предоставляют их от своего имени на определенных условиях другим субъектам, нуждающимся в привлечении дополнительных средств.

4. Инфраструктурные организации финансового рынка, обслуживающие его участников и организующие проведение сделок, – фондовые и валютные биржи, брокеры, регистраторы, депозитарии, расчетные и клиринговые организации, а также нотариусы, аудиторы, финансовые консультанты, бюро кредитных историй, коллекторские агентства, рейтинговые агентства и т. п.

5. Регулирующие и контролирующие организации – органы государственного регулирования и надзора за участниками отдельных сегментов финансового рынка и саморегулируемые организации, устанавливающие профессиональные стандарты деятельности на финансовом рынке, правила поведения участников, кодексы профессиональной этики и другие условия.

Рынок ценных бумаг или фондовый рынок является основным сегментом финансового рынка. Рынок ценных бумаг обслуживает процессы мобилизации и размещения финансовых ресурсов субъектов экономики путем выпуска и обращения ценных бумаг и производных от них финансовых инструментов¹².

По своему экономическому содержанию рынок ценных бумаг представляет собой институциональное и функциональное устройство для обмена финансовыми инструментами, которые возникают как продукт

¹² Барулин С. В. Финансы: учебник. – 2-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2011. – С. 605.

1.2. Теоретические аспекты функционирования рынка производных финансовых инструментов

В данной работе под деривативами, или производными финансовыми инструментами (далее – ПФИ) следует понимать финансовые инструменты, условия или цены которых основываются на соответствующих параметрах другого финансового инструмента, который является базовым по отношению к производному¹³.

К фундаментальным свойствам производных инструментов относятся срочность и производность. Срочность основана на протяженности времени исполнения сделки и расчетов по ней. «Производность основана на изменении во времени рентабельности и массы дохода (прибыли, маржи) при текущих и будущих денежных вложениях в непосредственной или опосредованной зависимости от изменения доходов при иных видах, типах, способах денежных вложений, понимаемых как «базис»¹⁴.

Как правило, ПФИ используются не для физического получения базового актива, а для ограничения возможных потерь в связи колебаниями цен на него или извлечения спекулятивной прибыли. Одна из основных целей применения производных инструментов – хеджирование рисков.

По характеру сделки срочные контракты подразделяются на поставочные, когда происходит реальная поставка базового актива, и расчетные, когда обязательства контрагентов в виде разницы между ценой, оговоренной в контракте, и рыночной ценой базового актива погашаются денежными средствами.

В зависимости от типа базового актива, лежащего в основе ПФИ, контракты подразделяются на:

¹³ <http://www.financialguide.ru/encyclopedia/derivativ>

¹⁴ Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: Учебник – 2-изд., дораб. И доп. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2008. – С. 30.

финансовые (базисными активами для которых выступают такие финансовые инструменты, как ценные бумаги, фондовые индексы, валюта, банковские депозиты, драгоценные металлы¹⁵);

товарные (базисный актив для которых – собственно, товары: нефть, пшеница, сахар, какао, и т.д.).

В данной работе мы будем рассматривать фондовые производные финансовые инструменты, т.е. те инструменты, в основе которых в качестве базового актива лежат индивидуальные ценные бумаги и фондовые индексы, а именно: опционы и фьючерсы на акции и индексы акций, опционы на фьючерс на акции и индексы акций). Мы сознательно ограничиваем исследуемую предметную область до биржевых фондовых ПФИ в связи с обширностью заданной темы.

Для того чтобы разобраться с преимуществами и недостатками фондовых производных инструментов, проблемами, связанными с заключением таких контрактов, и перспективами их применения на практике, рассмотрим вкратце теоретические аспекты организации торговли фьючерсами и опционами, в частности, фондовых ПФИ.

Фьючерсы. «Фьючерсный контракт – это соглашение о будущей поставке базового актива, которое заключается на бирже. Биржа сама разрабатывает его условия, и они являются стандартными для каждого базового актива. Исполнение фьючерсного контракта гарантируется биржей».¹⁶ Фондовые фьючерсные контракты по характеру сделки бывают поставочными (фьючерс на отдельную акцию) и расчетными (фьючерс как на акцию, так и на фондовый индекс), при этом котировочная цена в последний день торгов контракта принимается равной

¹⁵ У специалистов отсутствует единое мнение в отношении того, к какой группе ПФИ относить контракты на драгоценные металлы. Так, Б.Б. Рубцов относит их к группе товарных производных (Рубцов Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 72.). А.Н. Буренин причисляет их к группе финансовых контрактов (Буренин А. Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные. – М., Научно-техническое общество имени академика С. И. Вавилова, 2008. –С. 73).

¹⁶ Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. – М., Научно-техническое общество имени академика С. И. Вавилова, 2002. – С. 201.

цене базисного актива в этот день на спотовом рынке¹⁷. Фондовые фьючерсные контракты в большинстве своем являются расчетными. «Только 3-5% фьючерсных сделок используется путем реальной покупки или продажи базисного актива. Остальные позиции закрываются путем совершения офсетных сделок противоположной направленности»¹⁸. Фьючерсная сделка имеет ряд характерных признаков: Это биржевая срочная сделка. Фьючерсные контракты обычно являются краткосрочными, хотя и есть исключительные примеры заключения долгосрочных фьючерсных сделок.

Фьючерсный контракт является стандартным биржевым договором. В ходе биржевых торгов определяется только цена и количество контрактов, которые фиксируются после заключения и регистрации сделки.

Фьючерсный контракт можно заключить только при посредничестве брокерской компании, являющейся членом биржи.

Участники фьючерсных сделок при открытии позиций по контракту обязаны вносить в клиринговую организацию биржи маржевые платежи (начальная, или депозитная, маржа) – т.н. гарантированный взнос – для обеспечения своих срочных позиций по совершенным сделкам. Размер начальной маржи в зарубежной практике составляет обычно от 2% до 10% стоимости контракта¹⁹. Особенности фьючерса заключаются в следующем²⁰:

- фьючерс содержит равные права и обязанности сторон сделки на покупку (продажу) зафиксированного объема ценностей – базисных активов – в соответствии с условиями и правилами места торговли,

¹⁷ Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. – М., Научно-техническое общество имени академика С. И. Вавилова, 2002. – С. 206.

¹⁸ Бохнер А. Сущность и классификация фьючерсных контрактов: по материалам научного издания «Развитие фондового рынка в России». Вторая межвузовская научная конференция. - М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2005. – С. 24.

¹⁹ Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. – М., Научно-техническое общество имени академика С. И. Вавилова, 2002. – С. 201.

²⁰ Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: Учебник – 2-изд., дораб. И доп. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2008. – С. 44.

условиями заключенного договора;

- участник фьючерсной сделки не может отказаться от своих прав, а что еще более важно – обязанностей, за исключением случаев заключения обратной, или офсетной, сделки;

- неотвратимость для участников сделки расчетно-платежных последствий в полном объеме, что гарантируется биржей.

- современный фьючерс может существовать, только отвечая условиям, порядку и правилам биржевой торговли. Подлежат обязательному ежедневному пересмотру расчетные цены контракта в соответствии с текущей ценой базисного актива.

Таким образом, рассмотрев основные характеристики фьючерсов, можно сделать вывод о том, что фьючерсные контракты, в том числе фондовые фьючерсы, предназначены для хеджирования риска, связанного с наступлением неблагоприятной рыночной конъюнктуры. Хеджирование продажей фьючерса на акции или фьючерса на индекс акций используется для страхования от падения цены базисного актива (курса акции или значения индекса), при покупке фьючерса происходит страхование на случай ее повышения.

Опционы под этим термином понимаются «срочные контракты, которые дают право одному из его участников отказаться от исполнения сделки»²¹. Покупатель опциона приобретает право выбора действия (покупать или не покупать) с базисным активом. Продавец опциона несет обязательство исполнить контракт, если покупатель принял решение о его исполнении. «Собственно обязанность следует понимать, как неизбежность согласно биржевым правилам понести реальные денежные потери, а не как неотвратимость физического покрытия опциона»²².

В мировой практике существует 2 группы опционов – опцион колл

²¹ Буренин А. Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные. – М., Научно-техническое общество имени академика С. И. Вавилова, 2008. – С. 195.

²² Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: Учебник – 2-изд., дораб. И доп. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2008. – С. 194.

(call) (опцион на покупку) и опцион пут (put) (опцион на продажу). Как любые ПФИ, фондовые опционы носят срочный характер. Большинство опционов – краткосрочные биржевые и внебиржевые инструменты.

Время «жизни» опциона ограничено – оно заканчивается в дату истечения, определенную в контракте. В этот день покупатель получает право совершить сделку с базовым активом. Продавец принимает на себя обязательство удовлетворить право покупателя по цене исполнения (страйку), указанной в опционном контракте²³.

Если же при наступлении даты истечения контракта ожидания покупателя не оправдались, он может и не воспользоваться опционом. Тогда опцион истекает, права покупателя остаются неисполненными, и держатель опциона несет лишь убытки в размере уплаченной ранее продавцу премии (выписанному продавцу вознаграждения). Таким образом, риск покупателя в сделке с опционом находится в пределах выплачиваемой им премии, а возможный доход неограничен; соответственно для продавца риск неограничен, а доход основывается на премии²⁴.

Как и фьючерсы, опционы в своей основе могут иметь различные базовые активы (нас интересуют только акции и фондовые индексы). Отдельный сегмент рынка составляют опционы на фьючерсы, опционы на свопы, опционы на опционы. Ввиду ограничений, накладываемых на предметную область, в работе будут рассмотрены опционы на акции и индексы акции, а также опционы на фьючерс на акции и индексы акций.

Если базовый актив, лежащий в основе опциона, представляет собой материальные ценности (акции, в частности), то мы имеем дело с договором купли-продажи, т.е. реальной поставкой актива. Если базовый продукт – расчетные величины (индексы акций), то мы имеем дело с разновидностью сделки на разность, при которой реальной поставки

²³ Вайн С. Опционы. Полный курс для профессионалов. – М.: Альпина Паблишер, - 2003. – С. 26.

²⁴ Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: Учебник – 2-изд., дораб. И доп. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2008. – С. 194.

базисного актива не происходит, а стороны договариваются об уплате разности между курсом, фактически сложившимся на момент исполнения сделки, и курсом, установленным при заключении договора.

Фондовый опцион колл может быть как покрытым (в случае, когда одновременно покупается и опцион, и акция), так и непокрытым (когда купленный опцион не страхуется приобретением акции). Опцион пут также может быть покрытым (когда при выписывании опциона продавец резервирует сумму денег, достаточную для приобретения акции)²⁵.

ETF «представляет собой новый финансовый инструмент, предназначенный прежде всего для частных инвесторов. По сути, это некий индекс, объединяющий определенную группу акций, или иначе говоря, пакет акций. Так же как акции, он котируется на фондовых биржах, и может покупаться и продаваться инвесторами»²⁶. Впервые данный инструмент появился в 1993 году и быстро завоевал популярность и доверие у инвесторов. Существуют как фьючерсы, так и опционы на ETF. Отличительной чертой фьючерсов на ETF является поставочный характер сделки, именно поэтому в мировой практике он причислен к контрактам на ценные бумаги, а не на фондовые индексы.

Соловьев П. Ю. в своей диссертационной работе, ссылаясь на исследования Group of Thirty (G30), ISDA, Moody's, Standard and Poor's, отмечает, что «производные финансовые инструменты необходимы и полезны, так как они, в частности:

- расширяют возможности управления рисками и улучшают условия привлечения / размещения средств благодаря представлению инвесторам и эмитентам широкого спектра ранее не существовавших способов управления рисками и финансами;

- снижают расходы по формированию портфелей с требуемыми

²⁵ Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. – М., Научно-техническое общество имени академика С. И. Вавилова, 2002. – С. 220, 222.

²⁶ Кандинская О. А. Рынок производных контрактов на индивидуальные акции за рубежом // Управление корпоративными финансами. – 2005. - № 3 – С. 5 (<http://www.ifel.ru/br3/2.pdf>).

характеристиками, повышают ликвидность и ценовую эффективность рынков;

- дают новые средства для решения юридических и информационных проблем»²⁷.

Очевидны преимущества деривативов перед базовыми активами и с организационной точки зрения. Так, например, одно из самых ощутимых – это существование значительного кредитного плеча, или левеиджа²⁸, за использование которого не нужно платить. Покупатель дериватива имеет возможность получить высокую прибыль при том же размере инвестиций, если бы средства были вложены непосредственно в базовый актив. Также преимуществом производных финансовых инструментов перед традиционными инструментами служит возможность приобретения инвестором контрактов как на покупку, так и на продажу, за счет чего у инвесторов появляется возможность торговать на коротких периодах, не используя активов брокера, за которые положено платить определенные проценты, как при торговле акциями. Дополнительно, производные финансовые инструменты, в особенности опционы, обладают такими характеристиками, как ограниченность риска и гибкость построения инвестиционных стратегий. Однако стоит учитывать, что, несмотря на то, что срочный рынок является высокодоходным, он остается очень рискованным полем инвестирования. Доходность спекулятивных операций с производными финансовыми инструментами может достигнуть нескольких тысяч процентов годовых²⁹. Однако большими могут оказаться и потери, т.к. предлагаемый ими эффект левеиджа работает с той же

²⁷ Соловьев П. Ю. Биржевой рынок производных финансовых инструментов. Дисс. на соиск. учен. степ. к.э.н. – М., 2004, с. 30.

²⁸ Левеидж – это показатель, дающий отношение между всей стоимостью инвестиций и объемом средств, необходимых для их контроля. См. Кандинская О. А. Рынок производных контрактов на индивидуальные акции за рубежом // Управление корпоративными финансами. – 2005. - № 3. – С. 4 (<http://www.ifel.ru/br3/2.pdf>).

²⁹ Примером может служить рекордная доходность более 8000% победителя конкурса «Лучший частный инвестор-2010» Robot_Panda (<http://investor.rts.ru/ru/statistics/2010/default.aspx>).

силой и в противоположную сторону³⁰.

Отдельно следует упомянуть о недостатках использования таких инструментов, как фьючерсы на акции, и о достоинствах применения опционов, поскольку сравнение этих инструментов является определяющим при выборе инвесторами инструментов инвестирования. Недостатки фьючерсов по индивидуальным акциям³¹:

с точки зрения институционального инвестора:

- неудобство их использования при широко диверсифицированном портфеле, поскольку необходимое значительное число совершаемых транзакций неизбежно приведет к росту издержек;

с точки зрения частного инвестора:

- неограниченный риск фьючерсного контракта без покрытия;
- обязательность исполнения контракта.

Достоинства опционов на акции³²:

с точки зрения институционального инвестора (часто выступает в качестве продавца опциона):

- получение возможной прибыли в виде уплаченной ему премии в момент заключения контракта;

- риски не имеют границ. НО: «крупные профессиональные игроки в состоянии рассчитать риски и захеджировать свои опционные позиции с целью получения пусть небольшого, но стабильного дохода от данного вида операции»³³;

С точки зрения частного инвестора (часто выступает в качестве покупателя опциона):

- ограниченный риск опционных контрактов в виду уплаченной им премии;

³⁰ На том же конкурсе трейдер Oldman при достаточно высокой торговой активности (более 800 сделок) потерял более 85% вложенных средств (<http://investor.rts.ru/ru/statistics/2010/default.aspx>).

³¹ Пензин К. Современное состояние и перспективы развития мирового рынка производных инструментов. Стандартные биржевые контракты // Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 21. – С. 5.

³² Там же, с. 5.

³³ Там же, с. 6

- удобство эффективного хеджирования небольших фондовых портфелей;

- отсутствие обязательства исполнять заключенный опционный контракт.

Исторический экскурс. Известно, что первые упоминания о торговле производными инструментами были сделаны более 300 лет назад. Однако бурное развитие срочного рынка пришлось на 70-80-е годы прошлого века, когда появились специализированные биржи финансовых деривативов (в 1970-90-е годы стали активно формироваться обособленные площадки и самостоятельные биржи по торговле финансовыми фьючерсами и опционами). Укажем краткую хронологию событий того периода³⁴:

1965 год – начало торговли опционами на Парижской фондовой бирже.

1970-71 года – организация торговли опционами на акции на Франкфуртской фондовой бирже.

1971 год – организация торговли опционами на акции в Чикагской торговой палате (СВОТ).

1972 год – образование Международного валютного рынка (ИММ), являющегося подразделением Чикагской товарной биржи (СМЕ).

1973 год – начало торговли биржевыми опционами на начавшей работать в то время Чикагской бирже опционов (СВОЕ). Сначала велась торговля опционами Call по 16 различным акциям, в середине 70-х годов – по 300 акциям, в 1977 году – была организована торговля опционами пут.

1978 год – открытие в Амстердаме Европейской биржи опционов (European options Exchange – EOE), образование при Лондонской фондовой бирже Лондонского рынка опционов (OML).

1979 год – возникновение Нью-Йоркской фьючерсной биржи

³⁴ Буренин А. Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные. – М., Научно-техническое общество имени академика С. И. Вавилова, 2008. – С. 6-7. Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: Учебник – 2-изд., дораб. И доп. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2008. – С. 12, 16-18.

(NYFE).

1982 год – образование Лондонской международной биржи финансовых фьючерсов (LIFFE), открытие торговли срочными контрактами на Филадельфийской фондовой бирже (PHLX). Создание фьючерса на индекс курсов акций (S&P 500 Index) Канзасской городской торговой палаты (KCBT).

1985 год – организация первых в мире полностью компьютеризированных бирж (Новозеландской фьючерсной биржи, NZFE, и Швейцарского рынка опционов и финансовых фьючерсов, SOFFEX). Образована французская Биржа финансовых фьючерсов (MATIF).

1989 год – учреждение немецкой срочной биржи DTB.

Активное развитие срочного рынка, наблюдаемое в 70-80 годы XX века, объясняется следующими факторами:

1. Цикличность мировой экономики оказала непосредственное влияние на развитие срочного рынка. К концу 1960-70-х годов, когда завершалась очередная 30-летняя волна экономического развития, наблюдалось замедление роста фондового рынка после экономического подъема 1950-60-х годов³⁵. В условиях, когда завершается старая и наступает новая волна экономического цикла, на рынке образуется ниша, требующая появления новых продуктов, услуг, инноваций на рынке, на которых будет строиться дальнейшее развитие экономики. Одним из таких продуктов стали производные финансовые инструменты, фондовые производные в частности.

2. До 1970-х годов, когда господствовала Бреттон-Вудская валютная система (монетарная система экономики с фиксированными, твердыми обменными курсами), деривативам была отведена незначительная роль в мире (на деле это означало, что существует ограниченная потребность в хеджировании валютного риска). Ситуация кардинальным образом

³⁵ Миркин Я. Системные риски финансового сектора в экономике России: среднесрочный прогноз, методы управления [электронный ресурс] // <http://www.eufn.ru/download/risk.pdf>. - 21.10.2008. - Слайд 6.

изменилась, когда в начале 1970-х годов Бреттон-Вудская система была заменена свободно плавающими обменными курсами (Ямайская валютная система). Это событие автоматически означало увеличение валютного и процентного рисков при осуществлении предпринимательской деятельности, что привело к резкому росту спроса на инструменты хеджирования со стороны участников рынка³⁶, т.к. традиционные продукты, предлагаемые биржами по всему миру, не смогли полностью удовлетворить их растущих потребностей.

3. Роль опционов до 1970-х годов также была незначительна, в частности, по причине проблематичности оценки опционов, что делало торговлю ими рискованным занятием. Опубликование в 1973 г. Ф. Блэком и М. Шоулзом работы, посвященной оценке стоимости опционов, подкрепленной объективной математической основой, дало старт росту опционного рынка³⁷. Так, в 1973 году были введены опционы на индивидуальные акции, а индексные и процентные опционы были введены спустя 10 лет³⁸.

4. Исходя из вышесказанного, в то время назрела неудовлетворенность участников рынка традиционными продуктами, торгуемыми на бирже. Еще одним фактором, сделавшим производные инструменты, в частности фондовые контракты, популярными среди участников рынка, стал тот факт, что в начале 1970-х годов впервые был придуман инструмент (речь идет об опционе на индивидуальные акции), позволяющий инвесторам торговать риск-фактором. На практике торговля риск-фактором означала возможность отделения базового актива от рисков, которые его сопровождали, и торговли ими отдельно друг от друга. При этом использование деривативов позволяло проще и с

³⁶ Role and importance of interest rate derivatives [электронный ресурс]. // Deutsche Bundesbank Monthly Report. – January 2003. – p. 32, (

³⁷ Буренин А. Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные. – М., Научно-техническое общество имени академика С. И. Вавилова, 2008. – С. 6-7.

³⁸ Role and importance of interest rate derivatives [электронный ресурс]. // Deutsche Bundesbank Monthly Report. – January 2003. – p. 34,

меньшими издержками это сделать.

Некоторые виды деривативов, (например, фьючерсы и свопы), в принципе могут быть заменены комбинациями лежащих в их основе ценных бумаг или процентных контрактов. Однако на практике это неизбежно увеличит транзакционные издержки и станет невыгодно индивидуальному инвестору. Это суждение тем более справедливо по отношению к опционным контрактам, уровень риска которых на практике не может быть равноценно заменен комбинациями лежащих в их основе базовых активов. По этой причине деривативы зачастую являются единственной возможностью торговли заданной комбинацией рисков³⁹.

5. Еще одним фактором развития срочного рынка стал быстрый рост активов институциональных инвесторов. В 1981 г. активы институциональных инвесторов стран ОЭСР составляли 3,2 трлн. долл., или 38% ВВП, в 1990 году – 13, 8 трлн. (78%), в 1995 году – 23,5 трлн. (98%), в 2000 году – 39 трлн. (152%) и в 2004 году – более 50 трлн. (154%)⁴⁰. Это было связано, в первую очередь, с наступившими периодами экономического роста в экономике в 1950-60 годы⁴¹ (что способствовало накоплению средств у населения и предприятий), с ростом популярности среди потребителей услуг профессиональной деятельности институциональных инвесторов.

6. Либерализация финансового сектора экономики западных стран также дала возможность срочному рынку развиваться. Так, например, в Германии развитию ликвидного фьючерсного рынка препятствовало, помимо прочих причин, существующее законодательство. Согласно действующему в стране Закону о биржах форвардные контракты частных инвесторов классифицировались как игра на деньги, пари, что на деле

³⁹ Role and importance of interest rate derivatives [электронный ресурс]. // Deutsche Bundesbank Monthly Report. – January 2003. – p. 36,

⁴⁰ Рубцов Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 82.

⁴¹ Миркин Я. Системные риски финансового сектора в экономике России: среднесрочный прогноз, методы управления [электронный ресурс] // <http://www.eufn.ru/download/risk.pdf>. - 21.10.2008. - Слайд 6.

означало возможность оспаривания и уклонения от обязательств, возникающих в таких сделках. Ситуация изменилась после принятия поправки к Закону о биржах в 1989 году, которая включала новые пункты касательно возможности заключения форвардных контрактов, что способствовало развитию не только сегмента форвардных контрактов, но и фьючерсного сектора. Данная поправка впоследствии разрешила многие судебные тяжбы⁴².

7. Прогресс в области информационных технологий значительно подстегнул развитие торговли срочными контрактами. Так, появление интернета, доступ к электронным системам физических лиц с личных персональных компьютеров, скоростная обработка данных, обмен информацией через компьютеры, автоматизация процесса совершения сделки, развитие коммуникационной системы, и т.д., снизили издержки по совершению операции (в отношении времени и стоимости услуг), сделали возможным предлагать услуги не только корпоративным клиентам, но и мелким частным инвесторам, увеличилась доступность продуктов широкому кругу потребителей.

Среди прочих факторов развития срочного рынка, производных контрактов на фондовые ценности, стоит отметить масштабы и темпы глобализации мировой экономики, сдвиги на рынке ссудного капитала, межвидовая конкуренция биржевых и внебиржевых рынков и пр.

Возможная корреляция объемов рынков деривативов и базовых инструментов. Специалисты в области производных финансовых инструментов в своих научных работах отмечают, что в случае нестабильности на рынке (увеличения волатильности и т.д.) инвесторы более пристально обращают внимание на срочный рынок, т.к. производные инструменты позволяют участникам хеджировать риски по базовым активам и получать дополнительный спекулятивный доход, вследствие

⁴² 1 Role and importance of interest rate derivatives [электронный ресурс]. // Deutsche Bundesbank Monthly Report. – January 2003. – p. 34, (http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2003/200301_en_roleandimportance.pdf)

1.3. Теоретические основы финансовых инноваций

В общей системе инноваций можно выделить финансовую инновацию, т.е. инновацию, которая функционирует в финансовой сфере.

Финансовая инновация, так же как и любая другая инновация, делится на кризисную инновацию и инновацию развития; на новый финансовый продукт и новую финансовую операцию.

Экономическая сущность финансовой инновации выражается в следующем.

Финансовая инновация – это реализованный в форме нового финансового продукта или операции конечный результат инновационной деятельности в финансовой сфере.

Содержание финансовой инновации составляют новые финансовые продукты и новые финансовые операции.

Финансовый продукт представляет собой материальную часть оформленной услуги финансового института.

Финансовый продукт имеет вид вещи (т.е. осязаемую форму), предназначенную для продажи на финансовом рынке. К финансовому продукту относятся ценные фондовые бумаги, монеты из драгоценных металлов, пластиковая расчетная или кредитная карта, договор банковского счета, пенсионный полис, объект недвижимости и т. п.

Новый финансовый продукт бывает массовый и единичный. Единичный финансовый продукт – это индивидуальный продукт. Как вещь он имеет характерные, только ему присущие особенности, которые выделяют его среди других продуктов. Другими словами, единичный финансовый продукт есть разновидность какого-либо финансового актива или продукта. Например, конкретная монета из конкретного драгоценного металла, янтарь, конкретная недвижимость, акция эмитента – конкретного хозяйствующего субъекта, облигация эмитента – конкретного хозяйствующего субъекта.

Единый финансовый продукт имеет четко определенный круг своих покупателей. Поэтому он выпускается в расчете на конкретных потребителей (нумизматов, тезавраторов, инвесторов).

Массовый финансовый продукт – это продукт без резко выраженной индивидуальности. У него нет особых характерных черт. Массовый финансовый продукт различается только по видам продукта или финансового актива. Он включает в себя облигации государственного внутреннего займа всех видов, банковский депозитный счет, пенсионный полис, страховое свидетельство, опционный контракт, фьючерс и др. Массовый финансовый продукт выпускается в расчете на инвесторов и обычных граждан. Новый финансовый продукт бывает:

Лимитированный финансовый продукт – это продукт, объем или количество выпуска, которого строго котируется. Этот объем устанавливается при выпуске продукта. Размер объема (количества) выпуска продукта определяется многими факторами: размером уставного капитала хозяйствующего субъекта, спросом покупателей, наличием единицы самого продукта (объекты недвижимости).

К лимитируемым финансовым продуктам относятся акции, облигации, виды кредитных соглашений, объекты недвижимости и некоторые другие продукты. Не лимитированный финансовый продукт представляет собой продукт, объем (количество) выпуска которого не ограничено никакими квотами. Этот продукт выпускается в расчете на возможного потенциального покупателя. Численность покупателей есть величина неопределенная. Поэтому объем выпуска не лимитируемого финансового продукта не ограничивается никакими нормами и условиями, кроме фактора покупательского спроса.

К не лимитируемым финансовым продуктам относятся: монеты из драгоценных металлов, пластиковые карты, банковские счета, страховые свидетельства, пенсионный полис и др.

Новый финансовый продукт также может быть в форме имущества

имущественного права.

Имущество – это вещь, то есть это материальный объект права собственности. Например, деньги, мерные слитки золота, монеты, драгоценные камни, ценные бумаги, земельный участок и др. Имущественное право означает право владеть, распоряжаться и пользоваться определенным имуществом. К финансовому продукту в форме имущественных прав относятся документы: договор банковского счета, кредитное соглашение, пенсионный полис и т. п.

Финансовая операция (лат. *operatio* – действие) означает процедуру действий, направленную на решение определенной задачи по управлению финансами. К финансовым операциям относятся формы контроля и учета движения де- нежных средств и ценных бумаг (заменители денег), методы планирования финансовых показателей, методология составления финансовых планов разных видов (баланс доходов и расходов, план денежных потоков, бюджетирование, оперативные финансовые планы и др.), приемы финансового анализа, формы организации финансовой работы в хозяйствующем субъекте, интерактивное и другое аналогичное инвестирование капитала, мэрджер и другие действия, связанные с попыткой захвата хозяйствующего субъекта действия по захвату новых финансовых рынков.

Финансовые операции как действия имеют неосязаемую форму, т.е. их нельзя потрогать как вещь и поэтому нельзя продать по фиксированной цене. Чтобы быть проданной, финансовая операция должна быть материализована в форму вещи. Формой материализации финансовой операции являются инструкции, правила, методические указания, формулы, графики, т.е. какой-то определенный документ. Этот документ уже является финансовым продуктом, а значит, и объектом купли-продажи на финансовом рынке.

Инновация означает в буквальном смысле что-то новое. Это новое в качестве продукта проявляет себя только в процессе продажи его на

финансовом рынке или при реализации внутри хозяйствующего субъекта.

Спрос, предъявляемый покупателем на финансовый продукт или операцию, определяет степень новизны этих видов нововведений.

Если новый продукт, появившийся на финансовом рынке, пользуется спросом и продается, значит имеются потребители этого продукта. Уровень спроса на новый продукт определяет уровень его полезности, а значит, и степень его новизны. Любое новое явление связано с категорией «время». Категория «время» есть категория жизни в целом и жизни любого экономического, технического, биологического и другого явления.

Время является важным стимулом развития рынка и фактором победы в конкурентной борьбе. опередить время – значит, опередить конкурентов. Тот хозяйствующий субъект, который первым вышел со своей финансовой инновацией и захватил свой сегмент («нишу») рынка, быстро создает себе имидж и конкуренту с ним очень трудно бороться. Продолжительность функционирования инновации на рынке определяется временем ее жизненного цикла. При продолжительности во времени любое новое явление становится массовым, традиционным, т.е. обычным явлением. Финансовая инновация есть функция времени.

Таким образом, понятие «финансовая инновация» действует только в рамках времени, которые установлены начальной и конечной точкой жизненного цикла данной финансовой инновации. В связи с этим не может считаться финансовой инновацией финансовый продукт или операция, которые являются новыми только для данного финансового учреждения, но которые уже давно реализованы в других финансовых учреждениях.

Финансовые инновации продаются на финансовом рынке. Любой рынок – это цельная система. Под системой (греч. *systema* – составленное из частей, соединение) понимается совокупность взаимодействующих элементов, составляющих целостное образование. Любая система состоит из элементов. Элемент системы – это такая ее подсистема, которая в условиях данного исследования (наблюдения и его цели) представляется

неделимой и не подлежит дальнейшему расчленению на составляющие. Элемент всегда является структурной частью любой системы. Каждому элементу присущи различные свойства. Основными свойствами элементов системы являются следующие:

- Элемент системы выполняет только ему присущую функцию, которая не повторяется другими элементами данной системы.

- Элемент обладает способностью взаимодействовать с другими элементами и интегрировать с ними. Это является признаком целостной системы.

- Элемент тесно связан с другими элементами своей системы.

Финансовый рынок – это сложная система. Сложность ее определяется неоднородностью составляющих элементов, разнохарактерностью связей между ними, структурным разнообразием элементов. Это вызывает многообразие и различие элементов системы, Множественность критериев их деятельности. Динамичность финансового рынка как системы обуславливается тем, что она находится в постоянно меняющемся составе финансовых активов и их величине, в колебаниях спроса и предложения на них и т. п. Это обеспечивает увеличение и углубление связей финансового рынка как системы с внешней средой и усложняет процесс управления финансовыми активами. Финансовый рынок есть открытая система, так как она обменивается информацией с внешней средой.

Выводы по первой главе

Инструментом, способствующим развитию разных отраслей и сфер экономики, посредством перераспределения временно свободных финансовых ресурсов от одних экономических субъектов к другим является финансовый рынок, рынок производных финансовых инструментов в свою очередь функционирует в целях обеспечения стабильности и хеджирования рисков от валютных потерь. Объектом

купли продажи на рынке производных финансовых инструментов выступают фьючерсы, опционы и свопы.

Участниками рынка производных финансовых инструментов являются дилеры-поставщики финансового капитала, потребители финансового капитала, финансовые посредники, инфраструктурные организации, а также регулирующие и контролирующие организации.

Функционирование финансового рынка регулируется органами государственного финансового регулирования и нормативно-правовыми документами.

Кроме теоретических основ функционирования срочного рынка, был рассмотрен мировой опыт использования деривативов (особенно подробно – фондовых производные финансовые инструменты). Анализ статистических данных позволяет заключить, что мировой рынок производных финансовых инструментов в целом и рынок фондовых производных в частности динамично развиваются на протяжении текущего десятилетия.

Финансовая инновация – это реализованный в форме нового финансового продукта или операции конечный результат инновационной деятельности в финансовой сфере.

Понятие «финансовая инновация» действует только в рамках времени, которые установлены начальной и конечной точкой жизненного цикла данной финансовой инновации. В связи с этим не может считаться финансовой инновацией финансовый продукт или операция, которые являются новыми только для данного финансового учреждения, но которые уже давно реализованы в других финансовых учреждениях.

ГЛАВА II. ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

2.1. Анализ функционирования рынка дериватив и финансовых инноваций Соединённых Штатов Америки

К производным ценным бумагам США относятся опционы на акции, биржевые индексы, валюту, форвардные контракты по финансовым инструментам, а также процентные, валютные и золотые фьючерсы.

Опционные контракты по ценным бумагам получили широкое распространение в 70 гг. XX века, когда торговля ими была стандартизирована и стала осуществляться на фондовой бирже. Впервые – в 1973 г. на Чикагской бирже опционов. В настоящее время практически вся торговля опционами сосредоточена на специализированных опционных и универсальных фондовых биржах.

Если в начале торговля опционами осуществлялась только по 16 акциям крупных компаний США, то сегодня торговля ведется уже на 1400 акций различных компаний, биржевые индексы, валюту, фьючерсные контракты и казначейские облигации.

Торговля опционами ведется традиционным способом голосом, хотя заявки на торги подаются по специальным каналам электронной связи.

В торговле опционами принимают участие маркет-мейкеры, которые выступают исключительно в роли дилеров и брокеров торгового зала, исполняющие поручения клиентов. Все контракты стандартизированы и, как правило, контракт на акции заключается на 100 единиц базового актива. Кроме того, контракты имеют определенную дату истечения и стандартные правила изменения цены реализации.

Все расчеты осуществляются через клиринговую организацию – Опционную клиринговую корпорацию, обслуживающую все биржи, на которых ведется опционная торговля. Индексные опционы впервые

появились на Чикагской бирже опционов в 1983 г. Сегодня они занимают первое место среди опционных контрактов. Самый распространенный – контракт на индекс S&P 100, один пункт изменения которого равен 100\$. Второй крупный рынок опционов – Американская фондовая биржа опционов, на которой обращаются примерно 1\3 всех опционов на акции. Следующая – Филадельфийская фондовая биржа, которая является центром торговли валютными опционами.

На товарных биржах США основным объектом торговли выступают фьючерсные контракты. Наиболее популярны и значительны из них – это фьючерсы по краткосрочным государственным облигациям и биржевым индексам.

Первые товарные фьючерсные контракты появились в США в середине XIX века, торговля ими велась Чикагской торговой палатой, контракты в основном заключались на зерновые культуры. В 20 гг. XX века появляется важнейший элемент фьючерсной торговли – Клиринговая палата и тогда же полностью сформировался собственно механизм фьючерсной торговли.

В 70 гг. XX века появляются финансовые фьючерсы. В 1972 г. – на валюту, затем на казначейские векселя, процентные ставки. В 1982 г. – на биржевые индексы.

В настоящее время объем торговли финансовыми фьючерсами на много превосходит объем торговли товарными контрактами.

Основные биржи финансовых фьючерсов – Чикагская торговая палата, которая специализируется на контрактах по казначейским обязательствам, а также Чикагская товарная биржа, где обращаются фьючерсы на фондовые индексы, процентные ставки и валюту.

Контроль и реализация операций с ценными бумагами осуществляет комиссия по ценным бумагам и биржам, а регулирование фьючерсной торговли осуществляется комиссией по товарной фьючерсной торговле и самими фьючерсными биржами.

На современном этапе развития рынка производных финансовых инструментов активно превалирует внебиржевой сектор обращения данных инструментов. Причиной этому служит большое количество интернет площадок, функционирующих порой в нарушении юрисдикции США.

Показатели внебиржевого оборота производных финансовых инструментов значительно изменились к концу второй половины 2016 года. Условная сумма внереализационных внебиржевых контрактов которая определяет договорные платежи снизилась с 553 триллионов долларов до 483⁴³ триллионов долларов.

Валовая рыночная стоимость срочных контрактов с производными финансовыми инструментами подверженных значительному риску также снизилась во второй половине 2016 с 21 триллиона долларов США до 15 триллионов долларов США. Валовые кредитные риски которые регулирую валовую рыночную стоимость юридически двухсторонних соглашений о взаимозачёте снизился с 3,7 триллиона долларов США. Однако в доле валовой рыночной стоимости валовые кредитно-рискованные деривативы выросли с 17% до 22 %.

Центральный клиринг, который является ключевым элементом реформирования внебиржевого рынка дериватив предпринимает дальнейшие усилия по снижению системных рисков.

В конце июня 2016 сотрудниками Банка Международных Расчётов года были собраны полные данные о центральных контр агентах. Они показали что централизованный клиринг обладает преобладающей долей на внебиржевых рынках производных финансовых инструментов на базисом цены которых являются процентные ставки. Данные отчётов Банка свидетельствует об усилении влияния централизованного клиринга по данным направлениям.

⁴³ Статистический отчёт Банка Международных Расчётов по мировому рынку производных финансовых инструментов по состоянию на декабрь 2016 года.

На внебиржевых рынках процентных ставок доля позиций диллеров предоставляющих отчётность составила 76%.

Среди инструментов на базисе процентных ставок доля условных сумм зарезервированной в отношении центральных контрагентов была самой высокой в отношении форвардных соглашений составила 92% а затем процентные свопы на 81%.

Опционные контракты, представленные в отношении центральных контрагентов во второй половине 2016 года с 53 миллиардов долларов до 225 миллиардов долларов США.

Доля выпущенных кредитных дефолтных свопов, прошедших через центральных контрагентов выросла с 37 % на конец июня 2016года до 44% на конец декабря 2016 года.

Условная сумма внебиржевых производных финансовых инструментов на процентные ставки снизилась до 368 триллионов долларов. На конец декабря 2016 года. Особенно понизилась стоимость контрактов выраженных в евро, фунтах стерлингов, шведской кроне и японской йене во второй половине 2016 года частично данная тенденция была обусловлена падением обесценением вышеперечисленных валют по отношению к доллару. Однако даже после корректировки колебаний обменных курсов данных валют по отношению к доллару США заметно явное сокращение.

Валовая рыночная стоимость финансовых инструментов производных от процентных ставок снизилась упав с 15.5⁴⁴ триллиона долларов на конец июня 2016 года до 10 триллиона долларов США в конце 2016 года. Это снижение вероятно отразилось снижением условных сумм за рассматриваемый период, а также на увеличение долгосрочных доходности что в свою очередь снизило разрыв между рыночными процентными ставками на отчётную дату и ставками действующими по

⁴⁴ Статистический отчёт Банка Международных Расчётов по мировому рынку производных финансовых инструментов по состоянию на декабрь 2016 года.

контрактам. Понижение рыночной стоимости явно заметно для производных инструментов на базисе процентных ставок во всех основных валютах.

Процентные свопы являются самым крупным сегментом на внебиржевом рынке производных финансовых инструментов. В конце декабря 2016 года на их долю приходилось 57% условной суммы всех обращающихся на рынке производных финансовых инструментов и 59% общей рыночной валовой стоимости. Однако по данным банка международных расчётов доля процентных свопов на внебиржевом рынке заметно снижается так на пример в 2014 году их удельный вес в общей рыночной стоимости внебиржевого рынка дериватив составлял 70%.

На рынках внебиржевых рынках производных финансовых инструментов северной Америки активно работают междиллерские отношения. Условная сумма дериватив на обменные курсы на конец 2016 года составила 68,6 триллиона долларов США. Не смотря на стабильную общую ситуацию на рынках валовая рыночная стоимость котрактов с участием фунтов стерлингов сократился почти в двое во второй половине 2016 года с 624 миллиарда долларов США до 338 миллиарда долларов США. Это падение произошло на фоне выхода Великобритании из состава Европейского Союза что заметно снизило позиции национальной валюта Британии на всех торговых площадках мира не только в Северной Америке.

В отличии от производных финансовых инструментов на базе процентных ставок доля контрактов по которым в большей степени приходилась на централизованных контр агентов доля контрактов по производным ценным бумагам на основе обмена валюты существенным образом остаётся за междиллерскими соглашениями и составляет согласно отчётам дилеров около 30,3 триллиона долларов США на конец 2016 года что в процентном отношении составляет 44% от всех контрактов с иностранной валютой. Контракты с финансовыми контрагентами

отличными от дилеров и централизованных контрагентов равняется 28,9 триллиона долларов США.

Условная сумма невыплаченных контрактов кредитных дефолтных свопов существенно снизилась во второй половине 2016 года, с 11,8 триллиона до 9,9 триллиона доллара США в 4 квартале 2016 года. Это продолжение тенденции, начавшейся с 2008 года. Валовая рыночная стоимость кредитных дефолтных свопов также сократилась до 292 миллиардов долларов США. Последнее снижение общих позиций кредитных дефолтных свопов было сосредоточено в сегменте бумаг, не прошедших проверку на обеспеченность и надёжность. В то время как условная сумма, прошедшая через централизованных контрагентов, была относительно неизменной во второй половине 2016 года составляла 4,3 триллиона долларов США то условная сумма контрактов между дилерами упала с 5,1 триллионов до 3,7 долларов США. Данному явлению вероятнее всего послужило увеличение требований к марже для не проверенных производных.

Чистая рыночная стоимость, корректирующая валовую рыночную стоимость соглашений о взаимозачёте между контрагентами по кредитно-дефолтным свопам на конец декабря 2016 года составил 79 миллиардов долларов США это эквивалентно 27 % валового рынка.

Подобные тенденции к урегулированию рынка производных финансовых инструментов также заметны в правовом поле властей всех развитых и развивающихся стран.

Не маловажное значение в вопросе урегулирования данной разновидности рынка играет тот факт что операции по производным инструментам имеют порой мульти национальный характер. В связи с этим правительство США совместно с правительствами стран заинтересованных в урегулировании данных рынков, и уменьшении тем самым системных рисков в секторе производных финансовых инструментов предпринимаю совместные усилия по регламентации

процессов взаимодействия контрагентов по операциям с производными финансовыми инструментами. В частности предпринимаются следующие усилия:

- комиссия по ценным бумагам и биржам США 10 февраля 2016 года утвердила правила, требующие от компаний, не являющихся резидентами США, но использующих персонал американских отделений или представительств для переговоров или осуществления свопов с ценными бумагами, регистрироваться в качестве дилера таких свопов. Правила направлены на повышение прозрачности и улучшение надзора и приняты в соответствии с законом Додда-Франка и законом о защите прав потребителей. Последствия данного изменения будет упрощение ведения учёта по операциям с ценными бумагами. Однако может иметь негативные последствия в виде бегства капитала из финансового сектор США также остаётся открытым вопрос о порядке налогообложения данных видов предприятий, а именно избегания двойного налогообложения в стране регистрации как дилера и в стране где зарегистрирована основная деятельность.

- международная ассоциация по свопам производным финансовым инструментам 24 февраля 2016 года опубликовала принципы достижения взаимного признания торговых площадок между ЕС и США. В докладе приведен анализ регулирования в двух юрисдикциях: MIFID II / MIFIR в ЕС и Swap Execution Facility (SEF) regime в США. По итогам анализа было выявлено большое количество единообразных подходов. В дальнейшем, если регулирование торговых площадок в ЕС будет признано CFTC в качестве идентичного режиму SEF (то есть обеспечивающим достижение тех же целей и обладающим такой же степенью защиты), то торговым площадкам из ЕС для работы в США будет позволено не проходить регистрацию в качестве SEF и не соблюдать требования CFTC.



Рисунок-2.1. Структура внебиржевого рынка производных инструментов стран Северо-Американского региона 2016 году⁴⁵

Для сравнения в конце 2009 года данное соотношение было почти равным доля Форвардных контрактов и свопов составляла 47,7% . Данное уменьшение доля свопов против опционов стало следствием стабилизации экономики в период с 2008 года. На протяжении всего рассматриваемого отрезка в период с середины 2009 года по середину 2016 года прослеживалась данная тенденция.

Данное структурное соотношение обусловлено несколькими факторами:

- повышение уровня значения финансовой безопасности активов для инвесторов так как опционный вид хеджирования валютных рисков в значительно большей степени регламентирован и тем самым предпочтителен с точки зрения финансовой безопасности.

- ужесточения требований к контрагентам по своповыми контрактам в целях обеспечения взаимного выполнения договорных обязательств.

⁴⁵ Статистический отчёт Банка Международных Расчётов по мировому рынку производных финансовых инструментов по состоянию на декабрь 2016 года.

Основным критерием для оценки активности обращения производных финансовых инструментов является уровень их средневзвешенной оборачиваемости.

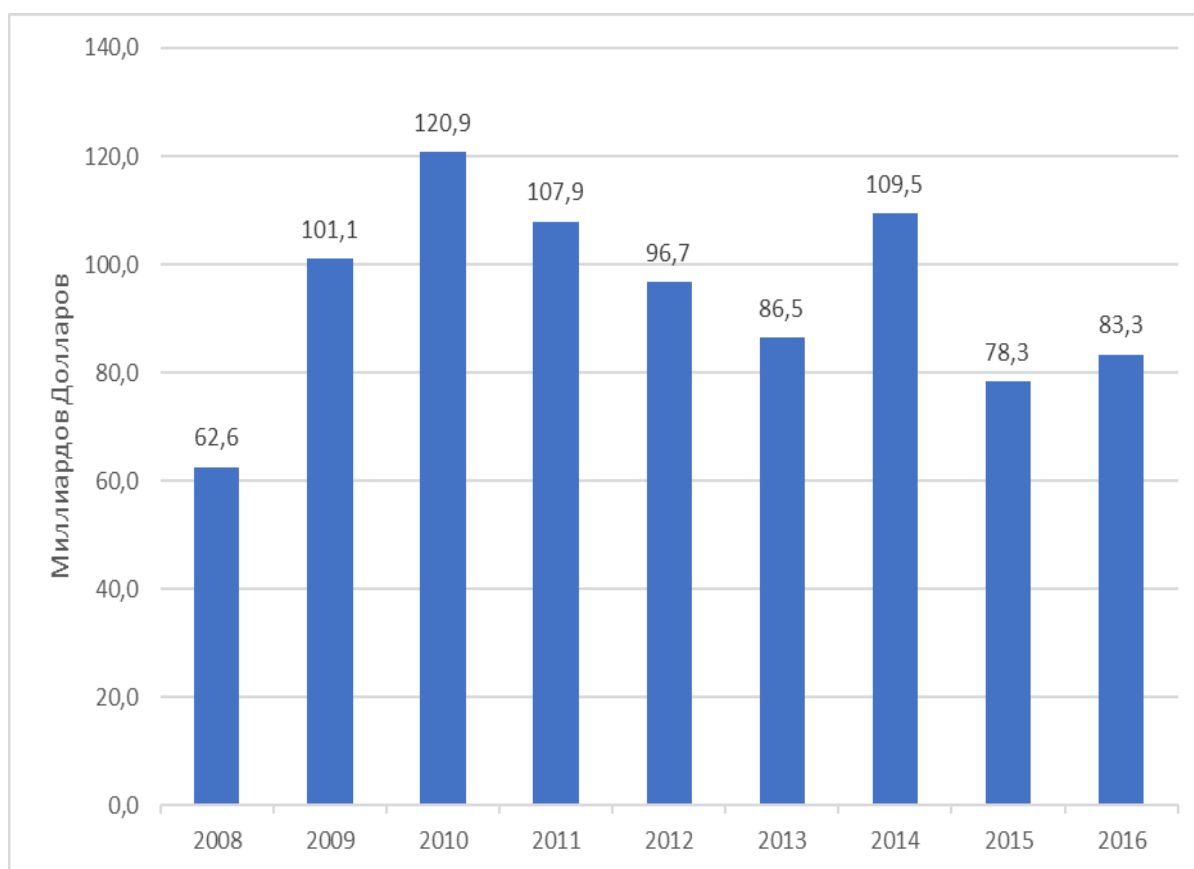


Рисунок-2.2. Средневзвешенной оборот производных финансовых инструментов стран Северо-Американского региона на валюту⁴⁶.

Как видно на рисунке 2.2 оборот производных финансовых инструментов базисом которых является валюта имел на протяжении рассматриваемого периода достаточную гибкость объёмов так в периоды дестабилизации экономики США с 2008 по 2010 года объём сделок увеличился на 48% . Однако за весь рассматриваемый период оборот возрос лишь на 25%

Факторным признаком таких колебаний скорее всего играют курсы обмениваемых на доллар валют. Причём чем выше становится курс

⁴⁶ Статистический отчёт Банка Международных Расчётов по мировому рынку производных финансовых инструментов по состоянию на декабрь 2016 года.

доллара тем ниже падают показатели оборота данного сегмента рынка.

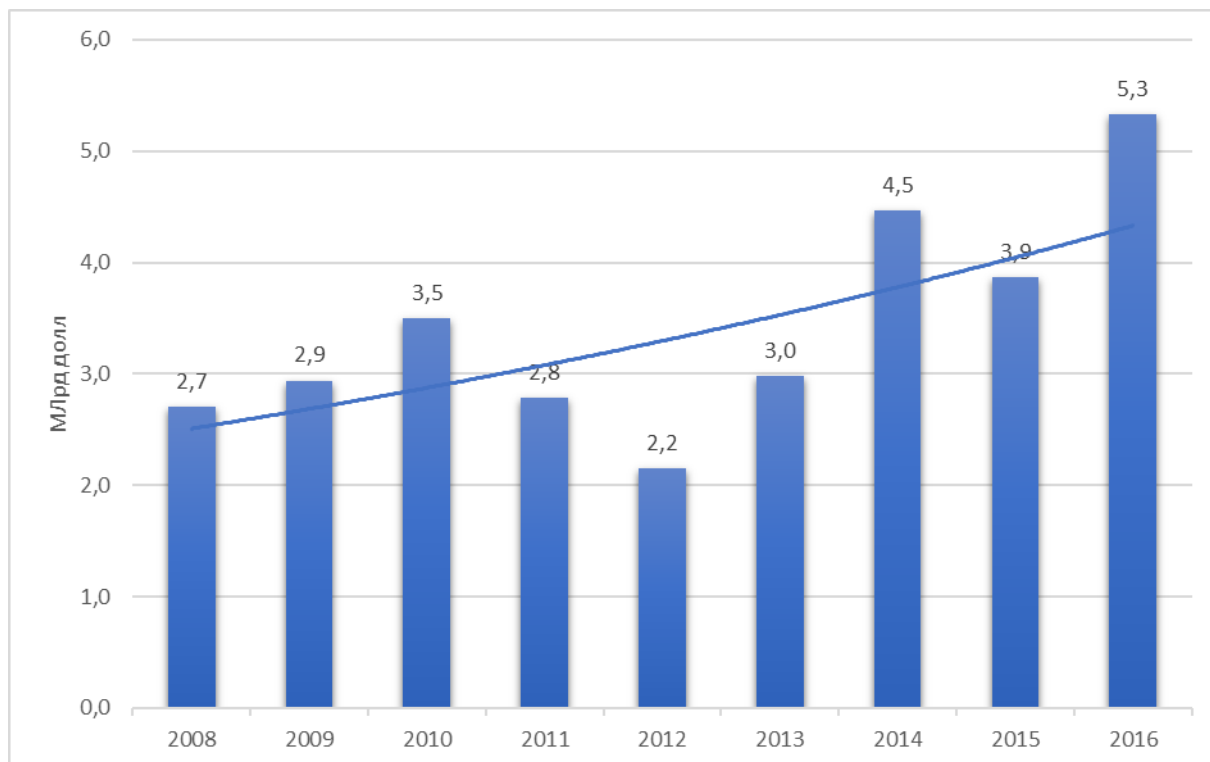


Рисунок-2.3. Среднедневной оборот производных финансовых инструментов на базисе процентных ставок стран Северо-Американского региона.⁴⁷

На рисунке 2.3 изображена тенденция объёмов по среднедневному обороту производных финансовых инструментов на базе процентных ставок. Хотелось бы заметить что в отличие от объёмов валютно-производных инструментов рост объёмов процентных производных не такой гибкий однако в периоды с 2008 по 2016 год рост объёма оборота составил 49%.

Если провести сравнительный анализ функционирования внебиржевых рынков производных финансовых инструментов стран Европы и Северной Америки то можно прийти к выводу что объёмы рынка Америки значительно превышают объёмы аналогичного рынка Европы.

⁴⁷ Статистический отчёт Банка Международных Расчётов по мировому рынку производных финансовых инструментов по состоянию на декабрь 2016 года.

2.2. Анализ функционирования рынка дериватив и финансовых инноваций стран Европейского Союза

По объему капитализации и обороту рынка ценных бумаг Великобритания занимает третье место после США и Японии, однако при этом Лондон является вторым крупнейшим центром торговли производными ценными бумагами. Торговля опционами на ценные бумаги, фондовые индексы и валюту осуществляется на Лондонской международной бирже финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE). Которая является частью единой европейской площадки Euronext представительства которой расположены в Брюсселе, Лондоне Амстердаме, Лиссабоне и Париже.

Лондонский рынок предлагает более 50 видов деривативов, в основе которых лежат долгосрочные государственные облигации, краткосрочные процентные ставки, акции, фондовые индексы, фрахтовые ставки, нефть, металлы и сельскохозяйственные товары.

Торговля на этих биржах осуществляется по одинаковым принципам и регулируется Советом по ценным бумагам и фьючерсам (SFA).

Стандартный размер опционного контракта на акции 1000 акций (10 лотов). Минимальный шаг при изменении премии – $1\frac{1}{2}$ пенса.

Фьючерсы на фондовые индексы выпускаются на индексы FT-SE 100 и Euro Track 100. Один индексный пункт изменения равен 25 фунтам стерлингов, минимальный шаг изменения 0,5 пункта.

До 1997г. регулирование рынка ценных бумаг в Великобритании традиционно осуществлялось профессиональными участниками рынка. Вскоре после принятия в 1986 году закона «О финансовых услугах», формально установившим контроль над фондовой биржей, был создан Совет по ценным бумагам и биржам (SIB), наделенный исключительными полномочиями по регулированию рынка. По статусу эта некоммерческая организация включала в себя представителей различных фирм и

формально подчинялась казначейству. На практике Совет делегировал свои полномочия саморегулируемым организациям и уполномоченным биржам (RIE).

В саморегулируемые организации входили SFA, FIMBRA (Ассоциация финансовых посредников, менеджеров и брокеров), IMPO (Организация инвестиционных управляющих), LAUTRO (Организация компаний страхования жизни и юнит-трастов).

К уполномоченным биржам относилась LIFFE, Лондонская товарная биржа и Лондонская биржа металлов.

К 2001 г. полностью перешли полномочия всех саморегулируемых организаций и государственных органов регулирования: Комиссии по строительным обществам (Building Societies Commission), Комиссии по дружественным обществам (Friendly Societies Commission) Регистра дружественных обществ (Registry of Friendly Societies), страхового департамента Министерства финансов (Insurance Directorate of HM Treasury), Совета по ценным бумагам и фьючерсам (Securities and Futures Authority), Совета по персональным инвестициям (Personal Investment Authority – PIA; ранее FIMBRA), Организации инвестиционных управляющих, Организации компаний страхования жизни и юнит-трастов – в общей сложности девять организаций. Свод правил Ведомства (FSA Handbook) включает все правила указанных выше организацией и регулятивных органов.

Таким образом, В Англии возник мегарегулятор, контролирующий банки и другие кредитные организации, компании по ценным бумагам, страховые компании, пенсионные фонды, фондовые биржи, депозитарно-клиринговые организации, всего примерно 26 тыс. фирм.

1 декабря 2001 г. вступил в силу Закон о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Financial Services and Markets Act 2000), закрепивший уже проходившие дефакто изменения в системе регулирования, в частности,

создание указанного единого органа регулирования финансового сектора — Ведомства по финансовым услугам.

В мае 2001 г. Ведомству были переданы полномочия Лондонской фондовой биржи по листингу компаний на бирже (United Kindom Listing Authority - UKLA). Одновременно была создана новая единая Система финансовых компенсаций участников финансового рынка (Financikal Services Compensation Scheme) и единая Служба финансового омбудсмана (уполномоченного по рассмотрению жалоб) (Financial Ombidsman Service).

Ведомством совместно с Банком Англии и министерством финансов (казначейством) подписан Меморандум о взаимопонимании. На основе этого документа три организации создали комитет, который ежемесячно собирает для обсуждения вопросов поддержания финансового стабильности.

Торги на производные ценные бумаги также проходят на лондонской бирже ценных бумаг динамика торгов изображена на таблице 2.1.

Таблица-2.1.

Объёмы торгов фьючерсов и опционов на базисе индексов и акций на Лондонской Бирже Ценных бумаг (млрд.долларов США) ⁴⁸

Виды производных финансовых инструментов	Годы				Итого за период
	2013	2014	2015	2016	Всего
Опционы на индексы и акции	10,40	9,03	7,87	9,50	36,80
Фьючерсы на индексы и акции	17,96	10,49	4,41	5,38	38,24
Итого	28,36	19,52	12,28	14,88	75,03

Торговля производными ценными бумагами осуществляется на Немецкой бирже срочных контрактов (DTB), которая является частью

⁴⁸ Месячный отчёт лондонской фондовой бирже на апрель 2016 года.

Немецкой биржи. Основные инструменты: Опционные контракты на ценные бумаги заключаются на 50 акций.

Таблица-2.2.

Объём торгов опционов на акции 600 крупнейших компаний Европы по отраслям в 2016 году на немецкой торговой площадке Eurex⁴⁹

№	Сектора	млн. евро	Удельный вес (%)
1	Автопромышленность	14 364	5,41
2	Банковский сектор	38 243	14,41
3	Химическая промышленность	16 006	6,03
4	Пищевая промышленность	38 698	14,58
5	Фармацевтика	31 125	11,73
6	Сектор промышленного оборудования и услуг	17 493	6,59
7	Страхование	22 819	8,60
8	Нефтехимическая промышленность	13 548	5,10
9	Личные и бытовые товары	15 638	5,89
10	ЖКХ	11 666	4,40
11	Акции S&P 500	453	0,17
12	Акции Российских компаний.	56	0,02
13	Прочие Акции	45 311	17,07
Итого		265 420	100

Процентные фьючерсы заключаются на долго и среднесрочные облигации, а также на трехмесячную межбанковскую процентную ставку.

⁴⁹ Отчёт оборотов немецкой площадки Eurex за 2016 <http://www.eurexchange.com>

Кроме того, заключаются опционы на ранее заключенные фьючерсные контракты по долго- и среднесрочным облигациям.

Франция превратилась в один из наиболее динамично развивающихся рынков производных ценных бумаг. Как уже было нами сказано выше Парижские биржи опционов (MONEP) и фьючерсов (MATIF), открытые в 1987 и 1985 году соответственно, были присоединены к паневропейской бирже Euronext, которая в 2001 году приобрела Лондонскую международную биржу финансовых фьючерсов (LIFFE).

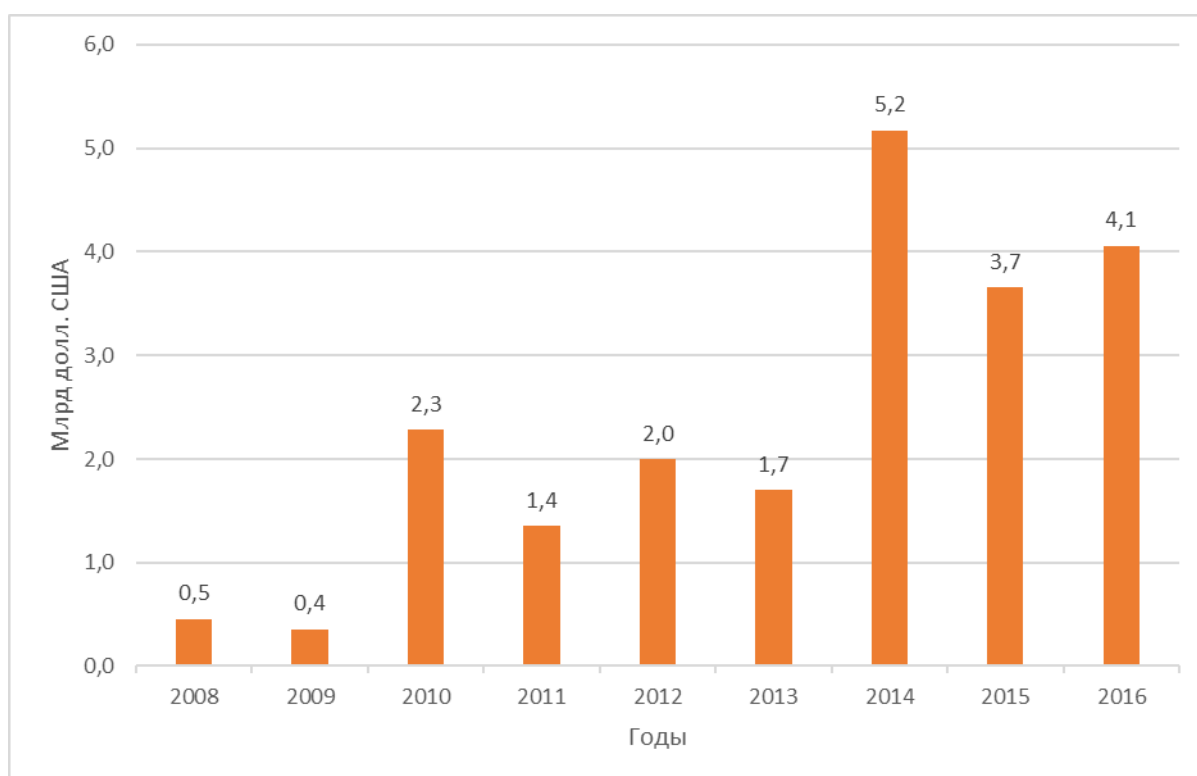


Рисунок-2.4. Среднедневной оборот производных финансовых инструментов на иностранную валюту в Европейском регионе.⁵⁰

Сегодня большая часть сделок на ней осуществляется с опционами на индексы и акции. Фьючерсные контракты заключаются на долгосрочные облигации (до 10 лет), процентные ставки, долгосрочные контракты на индексы, валюту.

⁵⁰ Статистический отчет Банка Международных Расчетов по мировому рынку производных финансовых инструментов по состоянию на декабрь 2016 года.

Ведущая роль в регулировании фондового рынка Франции возложена на Ведомство по финансовым рынкам (Autorite des marches Financiers — AMF), созданная на основании Закона о финансовой безопасности от 1 августа 2003 г. в октябре того же года путем объединения Комиссии по биржевым операциям (COB), Совета по финансовым рынкам (CMF) и Дисциплинарного совета по вопросам портфельного управления (Conseil de discipline de la gestion financiere — CDGF). Соответственно, все функции этих ведомств (защита интересов инвесторов, лицензирование компаний, правила операций с ценными бумагами, консультирование и юридическое сопровождение рынка, то есть адвокатура, а также общий надзор за деятельностью фирм по ценным бумагам — биржевых обществ) автоматически перешли к вышеназванной организации. Кроме того, Ведомство осуществляет регулирование деятельности финансовых консультантов и надзор за рейтинговыми агентствами. Ведомство по финансовым рынкам имеет статус независимого государственного учреждения (autorite publique independante dotee de la personnalite morale).

Как уже отмечалось выше крупная часть европейского рынка ценных бумаг сосредоточена на Euronext NV — панъевропейской фондовой имеющей филиалы в Бельгии, Франции, Нидерландах и Португалии. В дополнение к акциям и деривативам, группа компаний Euronext предоставляет услуги клиринга и финансовую информацию.

По состоянию на 31 января 2006 года все рынки под управлением Euronext имели суммарную капитализацию в 2,9 трлн долларов, что делает её пятой в рэнкинге самых больших бирж на планете.

Группа компаний Euronext была образована 22 сентября 2000 года в результате активности президента Парижской фондовой биржи Жана-Франсуа Теодора путём слияния Амстердамской, Брюссельской и Парижской фондовых бирж с целью дать объединённой бирже преимущество на финансовом рынке Европы. В декабре 2001 года Euronext

приобрела акции Лондонской международной биржи финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE), став её владельцем. Начиная с 2003 года все производные инструменты, которые торгуются на всех дочерних биржах, торгуются в системе LIFFECONNECT — электронной трейдинговой платформе LIFFE. В 2002 году группа слилась с Португальской фондовой биржей, которая была впоследствии переименована в Euronext Lisbon.

В ноябре 2013 года IntercontinentalExchange получила разрешение от регулирующих органов на приобретение NYSE Euronext, договоренность о сделке была достигнута годом ранее.

В 2014 IntercontinentalExchange выделила в отдельную компанию Euronext (без LIFFE) и в июне провела её IPO, продав 60 % акций. За неделю до первичного размещения, группа европейских банков и финансовых групп, среди которых Banco Espirito Santo, BNP Paribas, Societe Generale и Euroclear, приобрела 33 %-ную долю Euronext с дисконтом 4 % от цены IPO с условием не продавать свои акции в течение трех лет.

На данный момент европейские регуляторы предпринимают следующие усилия по урегулированию рынка производных финансовых инструментов⁵¹.

Европейская комиссия в марте 2016 года приняла новый свод правил, согласно которому вводится обязательный централизованный клиринг сделок с некоторыми видами внебиржевых деривативов (CDS iTraxxEurope Main и iTraxx Europe Crossover в евросроком на 5 лет). Сроки перехода на обязательный клиринг будут зависеть от типа контрагента по сделкам деривативами, в частности вводятся отсрочки от даты публикации на:

⁵¹ Обзор денежного рынков и рынка деривативов, Центральный банк Российской Федерации Москва 2016

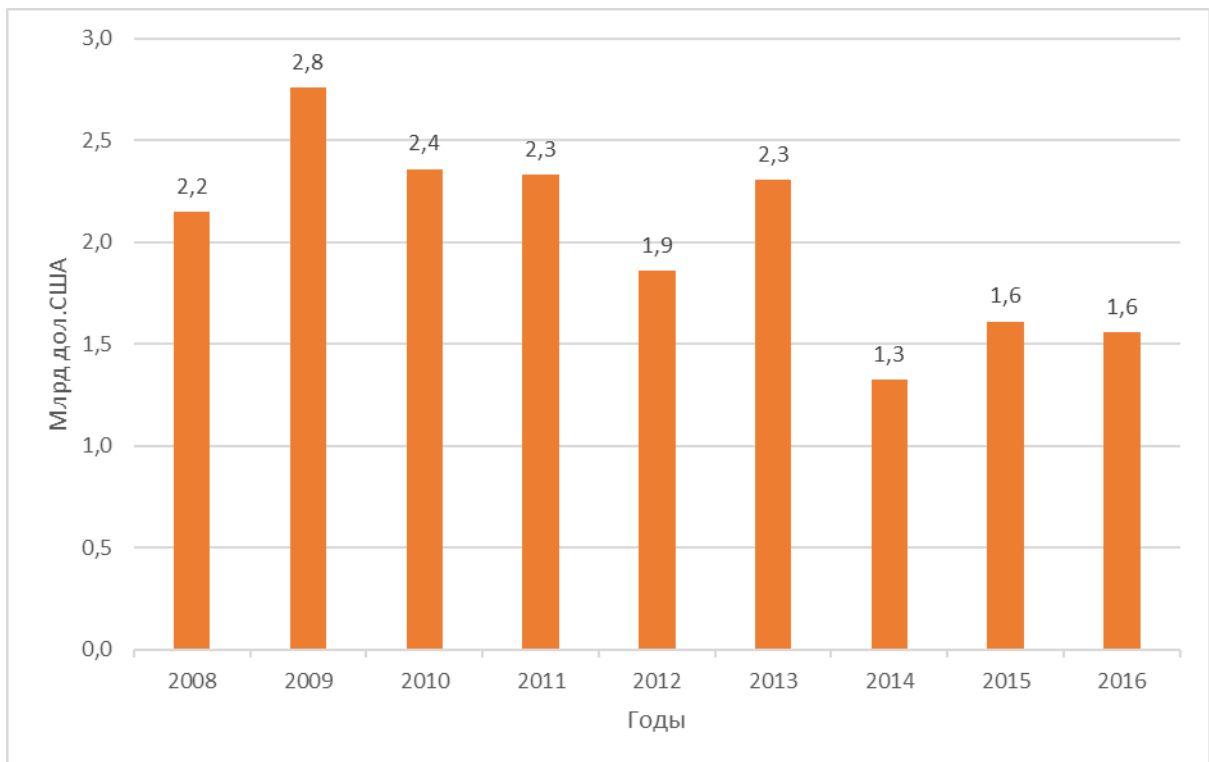


Рисунок-2.5. Средне дневной оборот производных финансовых инструментов на базисе процентных ставок на рынках Европы.⁵²

Международная организация комиссий по ценным бумагам в мае 2016 года опубликовала заявление о клиринге по поставочным валютным производным финансовым инструментам через центральных контрагентов (ЦК) в контексте использования моделей для осуществления расчетов.

В соответствии с принципами CPMI / IOSCO для инфраструктурных организаций финансового рынка ЦК не обязан использовать какую-то конкретную модель для расчетов по поставочным контрактам и может использовать модели двусторонних обязательств между участниками.

При этом ЦК, который планирует осуществлять клиринг по таким сделкам, должен располагать достаточными высоколиквидными ресурсами для своевременного покрытия недостатка ликвидности по всем валютам в случае стрессового сценария. Уточняется, что к высоколиквидным ресурсам могут относиться также и договоренности ЦК с его участниками

⁵² Статистический отчет Банка Международных Расчетов по мировому рынку производных финансовых инструментов по состоянию на декабрь 2016 года.

о предоставлении ликвидности (безотзывные условные обязательства участников). Более того, вне зависимости от модели, которая будет использоваться для расчетов, ЦК должен осуществлять надлежащий мониторинг (due diligence) в части оценки участниками своих условных обязательств, а также выявлять критический порог, при котором необходимо будет задействовать эти условные обязательства

Европейский орган надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) 11 марта 2016 года опубликовал дискуссионный документ, содержащий правила подотчетности для участников рынка в рамках Регулирования операций финансирования ценными бумагами (Securities Financing Transaction Regulation, SFTR). В документе представлена информация, обязательная для отчетности и требования к регистрации для тех торговых депозитариев, которые планируют собирать отчетность. Срок проведения консультаций – до 22 апреля 2016 года. К 13 января 2017 года документ планируется представить на утверждение Европейской комиссии.

Европейская комиссия (ЕК) в феврале 2016 года предложила отложить внедрение пересмотренной директивы «О рынках финансовых инструментов» (MiFID II), что связано с исключительными техническими трудностями ее применения. Дата ее введения перенесена на 3 января 2018 года. ESMA сообщила, что к ранее установленному сроку ни компетентные регуляторы, ни участники рынка не смогут установить необходимые системы (в соответствии с новым документом, ESMA должна будет получать около 15 млн финансовых инструментов примерно с 300 торговых площадок).

Европейская комиссия в марте 2016 года приняла новый свод правил, согласно которому вводится обязательный централизованный клиринг сделок с некоторыми видами внебиржевых деривативов (CDS iTraxx Europe Main и iTraxx Europe Crossover в евросроком на 5 лет). Сроки

2.3. Анализ функционирования рынка дериватив и финансовых инноваций в Российской Федерации

Одним из центральных звеньев западной экономики является рынок срочных контрактов. В настоящее время, он представляет собой хорошо организованную систему биржевой и внебиржевой торговли.

С переходом к рыночной экономике данный рынок зародился и в Российской Федерации. Изначально он был представлен, прежде всего, фьючерсным рынком на Московской товарной бирже, Московской Центральной фондовой бирже, ММВБ и др.

По мере дальнейшего развития рыночной экономики масштабы рынка деривативов в нашей стране будут расширяться, поскольку он служит одним из механизмов, стабилизирующих функции экономики.

Традиционно фьючерсная торговля на МЦФБ велась на \$ США, на курс ГКО, на процентную ставку размещения тридцатидневного международного банковского кредита, на процентную ставку девяностодневного международного банковского кредита и контракты на облигации внутреннего государственного валютного займа.

Наиболее популярными контрактами на рынке являлись, контракты на \$ США (на 1000 и 5000 \$), которые торговались на МТБ и МЦФБ.

На МЦФБ торги были организованы с помощью компьютерной системы и у каждого брокера имелся персональный компьютер, а на МТБ торги проходили с помощью общего электронного табло.

Именно МТБ впервые в Российской Федерации в 1992 году приняла правила фьючерсной торговли и стала проводить торги на поставку \$ США.

В течение первого месяца торги происходили один раз в неделю, в ноябре 1992 года – два раза в неделю; с 1994 года – четыре раза в неделю.

На протяжении всего периода развития валютный фьючерсный рынок демонстрировал чрезвычайно высокие темпы роста. Важнейшим

условием его успешного становления было наличие хорошо развитого реального рынка валюты, на котором неоспоримым авторитетом пользовались котировки ММВБ.

Согласно данным Государственного комитета по статистике Российской Федерации фьючерсную торговлю в 1994 году проводили 13 бирж. Оборот по купле-продаже фьючерсных контрактов составил около 6,2 трлн. рублей в текущих ценах. На валютные фьючерсы, прежде всего на \$ США, приходилось 98% этого оборота. Общий объем биржевых сделок на территории Российской Федерации в 1994 году составил 32 трлн. рублей, из которых сделки с ценными бумагами составили 93%, а торговля фьючерсными контрактами из этих 93% составила 20%.

В условиях высоких темпов инфляции товарно-фьючерсный рынок развиваться не мог. Все попытки Российских товарных бирж наладить товарную фьючерсную торговлю были безуспешны, так как колебания курса рубля и постоянное повышение \$ на протяжении 1993-1995 гг. привлекало клиентов на валютные фьючерсные торги. Введение в 1995 году валютного коридора сократило потенциальные размеры колебаний валютного курса, но это не вызвало негативного влияния на развитие фьючерсного рынка.

Механизмы хеджирования зародились в 1993 году, когда на МТБ стали хеджироваться импортные сделки. В январе 1995 года дневной брутто-оборот валютного фьючерсного рынка МТБ приблизился к обороту крупнейшей валютной спотовой биржи страны ММВБ. В марте-апреле 1995 года объем торгов по валютным фьючерсам составил на МТБ в среднем 30-40 млн. \$ в день, а открытых позиций был около 70 млн. \$.

В 1994 году произошел резкий спад фьючерсной торговли в связи с событиями «черного вторника», когда курс рубля упал невероятно низко. Практически все торги на валютные фьючерсные контракты были приостановлены на несколько дней.

После этих событий МТБ продолжила свое функционирование, а МЦБФ резко снизила обороты, вследствие банкротства расчетной палаты биржи, из-за чего значительная часть брокеров ушла с биржи, потеряв к ней интерес.

Кризисные события октября 1994 года положили начало нового этапа в развитии российского фьючерсного рынка. Качественно изменился состав участников фьючерсной торговли на МТБ: на смену мелким спекулянтам пришли крупные, действующие одновременно на нескольких финансовых рынках. А также возрос интерес к фьючерсам со стороны хеджеров в основном по импортным сделкам. Особенно высокой доля хеджеров оказалась среди фирм, торгующих продовольствием. Таким образом, отечественный фьючерсный рынок в отношении состава участников стал более близким к классическим образцам.

Московская биржа, в которую была переименована МТБ, стала первой настоящей фьючерсной биржей в РФ, которая сохраняет свои лидирующие позиции и сегодня.

Что касается товарных фьючерсов, то наладить их торговлю было довольно проблематично. Московская биржа несколько раз пыталась наладить торговлю фьючерсами на алюминий, затем на пшеницу, но сегодня торговля ими практически прекратилась.

На Российской бирже в 1994 году началась торговля фьючерсами на скандий, но этот рынок просуществовал менее одного года. В последнее время на этой бирже проводятся торги фьючерсами на золото.

На Московской бирже цветных металлов организована торговля трехмесячными фьючерсными контрактами на цветные металлы.

Очевидные причины крайне низкой ликвидности товарно-фьючерсных рынков в России:

- недостаточная развитость соответствующих рынков реальных товаров;
- отсутствие на этих рынках общепризнанных ценовых ориентиров;

- наличие однозначных, повышательных тенденций в движении цен на абсолютное большинство биржевых товаров.

Кроме того, развитию отечественного фьючерсного рынка в настоящее время мешает отсутствие необходимой инфраструктуры фьючерсной торговли и недостаток квалифицированных специалистов (сегодня в Москве происходит обучение брокеров опционной и фьючерсной торговле по двухуровневой системе FAST).

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.

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

4. Биржа «Санкт-Петербург»;
5. 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 производными финансовыми инструментами, то на СПВБ приходится более 70% открытых

позиций.

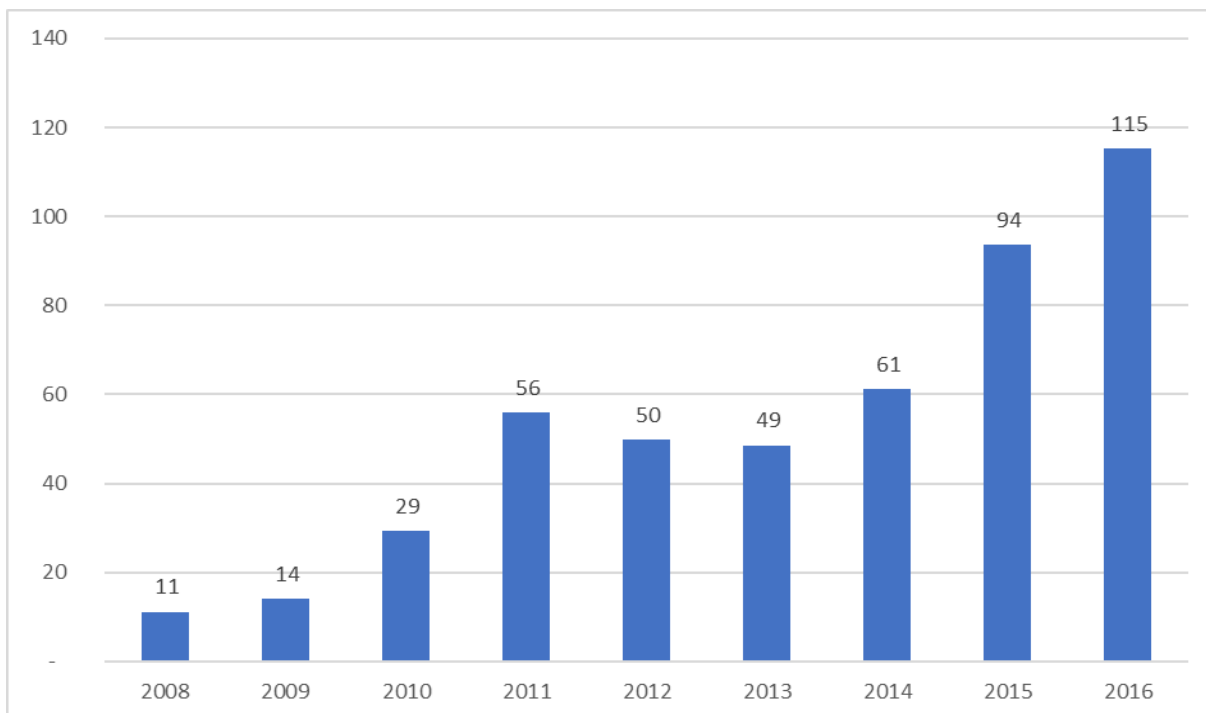


Рисунок-2.6. Объём торгов фьючерсами и опционами на разового вида активы на Московской Межбанковской Валютной Бирже 2008-2016г (трлн.руб)⁵³

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.

⁵³ Ежегодный итоговый отчёт ММВБ по итогам 2016 года. www.moex.ru

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 первое 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 производные финансовые инструменты фондовые и валютные активы.

С точки зрения видов производных финансовых инструментов, их долей в объемах торговли и открытых позициях структура российского биржевого рынка производных финансовых инструментов в целом соответствует структуре зарубежных рынков: фьючерсы преобладают над опционами в объеме торгов, но уступают им в объеме открытых позиций.

Рынок фьючерсов и опционов – ведущая площадка по торговле производными финансовыми инструментами в России и странах Восточной Европы. Срочный рынок сочетает в себе развитую инфраструктуру, надежность и гарантии ПАО Московская Биржа, а также самые современные технологии торговли фьючерсами и опционами, проверенные в течение более чем десяти лет стабильного и успешного развития рынка.

Организатором торгов на срочном рынке является ПАО Московская Биржа. Клиринг осуществляет Банк НКЦ (АО).

Наиболее важной частью сделок, заключаемых на срочном рынке, является их исполнение в определенную дату в будущем на условиях, оговоренных в момент заключения. Развивая рынок фьючерсов и опционов, Московская Биржа особое внимание уделяет совершенствованию системы гарантий исполнения срочных сделок. Одновременно с усовершенствованием собственной гарантийной системы, повышаются требования и к участникам торгов. Участниками торгов на

срочном рынке являются надежные высоко капитализированные инвестиционные компании и банки.

Другой задачей, которую ставит перед собой ПАО Московская Биржа - это разработка и внедрение широкого спектра финансовых инструментов, позволяющих управлять ценовыми рисками рынков акции, валюты, а также долгового и товарного рынков.

В настоящий момент на срочном рынке обращаются производные финансовые инструменты, базовыми активами которых являются: Индекс РТС, Индекс ММВБ, Российский индекс волатильности, отраслевые индексы, акции, облигации федерального займа, иностранная валюта, ставка трёхмесячного кредита MosPrime и товары.

Традиционно операции на срочном рынке являются более выгодными по сравнению с операциями на рынке базового актива. Это связано не только с "эффектом плеча", но и с отсутствием транзакционных издержек, возникающих при проведении операций на рынке базового актива (плата за использование кредитных ресурсов и оплата депозитарных и расчетных услуг). Более того, биржевые сборы по операциям с фьючерсами и опционами существенно ниже аналогичных на рынке ценных бумаг.

Особенностью срочного рынка является то, что любой категории участников рынка, будь то Расчетная фирма, Биржевой посредник или Клиент - частный инвестор предоставляется возможность работы с собственным терминалом, как при помощи различных систем интернет-

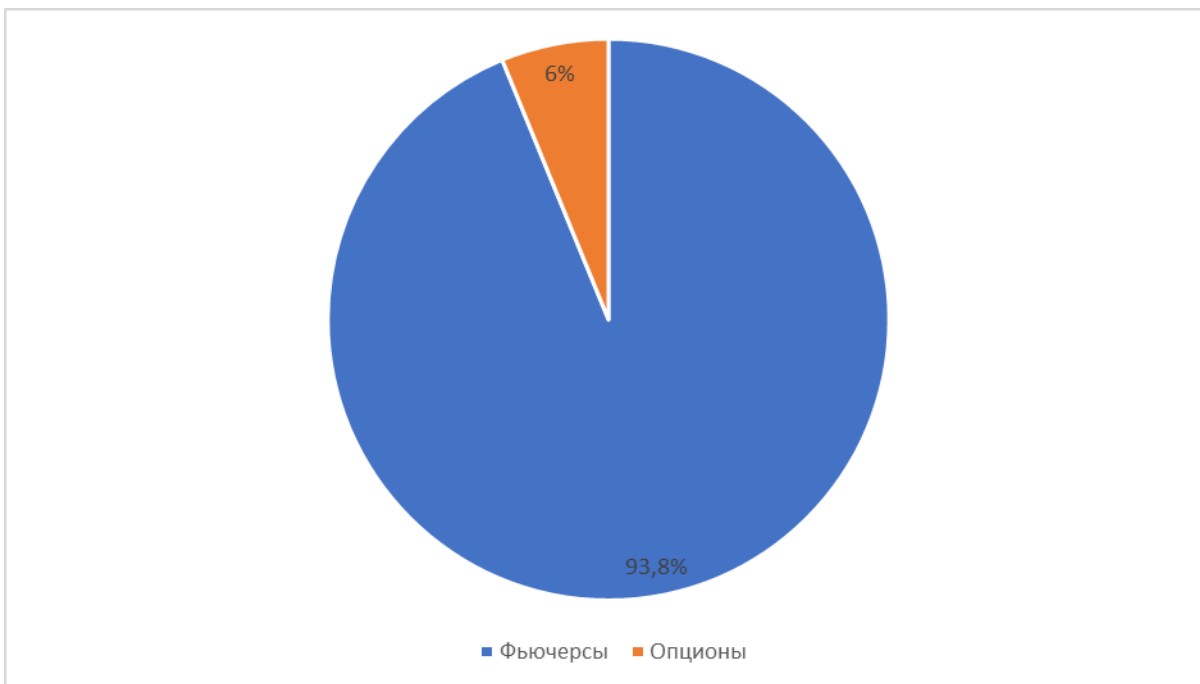


Рисунок-2.7. Соотношение объёмов торгов Фьючерсами и опционами на Московской бирже 2008-2016 год.⁵⁴

Объём торгов производными финансовыми инструментами на Московской бирже в апреле 2017 года составил 6,6 трлн рублей (10,6 трлн рублей в апреле 2016 года) или 120,3 млн контрактов (179,7 млн контрактов в апреле 2016 года). Объём торгов фьючерсными контрактами составил 112,6 млн контрактов, опционными контрактами - 7,7 млн контрактов.

Объём открытых позиций на срочном рынке на конец апреля вырос на 9,2% до 699,6 млрд рублей (640,4 млрд рублей в апреле 2016 года).

Общий объём торгуемых на Московской бирже производных финансовых инструментов за период с 2008-2016 годы вырос в 10 раз.

Сумма сделок составила по договорам опционов и свопов на различные виды активов составила 480 триллионов рублей.

Для формирования первоначальной ликвидности биржи в отечественной и зарубежной практике используют маркет-мейкеров. Маркет-мейкерам, принимающим на себя определенные обязательства,

⁵⁴ Ежегодный итоговый отчёт ММВБ по итогам 2016 года. www.moex.ru

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 открытие позиции.

Созданная маркет-мейкерами ликвидность 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, заключение сделок, типа обращающихся инструментов и их базовых активов.

Важно, чтобы базовые условия совершения операций маркет-мейкерами соответствовали действующему законодательству, были прозрачными и доступными для участников рынка. Так, зарубежные биржи включают условия программ маркет-мейкеров в свои правила и согласовывают их с регуляторами.

Проблемой российского биржевого рынка ПФИ является то, что почти ни одна срочная биржа не раскрывает условия маркет-мейкинга, хотя в 1997 году 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.

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 выделить в отдельные сессии, идущие последовательно или параллельно.

Российские срочные биржи активно развивают системы торгов и клиринга, предлагают технологии Интернет-торговли, динамических расчетов в течение торговой сессии, валютного маркирования 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.

Выводы по второй главе.

Рынок производных финансовых инструментов зародился в Соединённых Штатах Америки в 70-х годах прошлого столетия и за это время получил широкое развитие во многих странах с развитой и развивающейся экономикой.

К производным ценным бумагам США относятся опционы на акции, биржевые индексы, валюту, форвардные контракты по финансовым инструментам, а также процентные, валютные и золотые фьючерсы.

Перед правительствами стран где активно развивается рынок производных финансовых инструментов встаёт вопрос о регулировании отношений на внебиржевом рынке производных финансовых инструментов. В данных целях странами участвующими в международном рынке дериватив приняли межгосударственные соглашения и нормативные документы.

Проведя сравнительный анализ функционирования рынка производных финансовых инструментов можно сделать вывод что рынок внебиржевых свопов и опционов Соединённых Штатов Америки в разы превышают объёмы рынка стран европейского союза

Рынок производных финансовых инструментов Российской Федерации в период с 2008-2016 вырос в 10 раз.

Анализируя рынки производных инструментов на валюты и валютные курсы можно сделать вывод что данный рынок особо активизируется в момент укрепления торгуемых на них валюты и снижается в момент ослабления экономики.

По объёму капитализации и обороту рынка ценных бумаг Великобритания занимает третье место после США и Японии, однако при этом Лондон является вторым крупнейшим центром торговли производными ценными бумагами. Торговля опционами на ценные бумаги, фондовые индексы и валюту осуществляется на Лондонской международной бирже финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE). Которая является частью единой европейской площадки Euronext представительства которой расположены в Брюсселе, Лондоне Амстердаме, Лиссабоне и Париже.

Если провести сравнительный анализ функционирования внебиржевых рынков производных финансовых инструментов стран Европы и Северной Америки то можно прийти к выводу что объёмы рынка Америки значительно превышают объёмы аналогичного рынка Европы.

ГЛАВА III. ВОЗМОЖНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ ЗАРУБЕЖНОГО ОПЫТА РАЗВИТИЯ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИКИ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

3.1 Направления путей совершенствования рынка производных финансовых инструментов в Республики Узбекистан

Согласно законодательству Республики Узбекистан о рынке ценных бумаг: производные ценных бумаг — ценные бумаги, удостоверяющие права или обязательства их владельцев по отношению к другим ценным бумагам и выпускаемые юридическими лицами в виде опционов эмитента, фьючерсов на ценные бумаги и иных финансовых инструментов.⁵⁵

То есть деривативы по регламентации законодательства Республики Узбекистан выраженные в виде опционов и фьючерсов, удостоверяют право или обязательство держателя произвести операцию купли продажи базового актива. Из вышесказанного положения можно сделать вывод о бессрочности данной операции. Следовательно, рекомендуется внести дополнение в понятие производных ценных бумаг в виде удостоверения право или обязанности в установленный соглашением срок.

Опцион эмитента — эмиссионная ценная бумага, удостоверяющая право на покупку в предусмотренный в ней срок определенного количества ценных бумаг ее эмитента по фиксированной цене;⁵⁶

На примере стран западного полушария рассмотренных в предидущих главах на пример в США контракты на ценные бумаги следует заключать в чётко установленных пределах а именно на 100 единиц базового актива. Данное дополнение к определениям опционов и

⁵⁵ Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» (Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2008 г., № 29-30, ст. 278; 2009 г., № 39, ст. 423, № 50-51, ст. 531; 2013 г., № 1, ст. 1, № 18, ст. 233, № 41, ст. 543; 2014 г., № 4, ст. 45, № 20, ст. 222, № 36, ст. 452 редакции в соответствии с Законом Республики Узбекистан от 3 июня 2015 года № ЗРУ-387 «О внесении изменений и дополнений в Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг».)

фьючерсов существенно упростит формирование договорных обязательств контрагентов операциями, существенно снизит риски не исполнения обязательств по заключённым договорам со стороны эмитирующей или перепродающей производную ценной бумаги сторону.

Законом Республики Узбекистан О рынке ценных бумаг оговаривается такой финансовый инструмент как Опцион Эмитента, однако в целях диверсификации обращающихся на рынке ценных бумаг инструментов, необходимо внести понятие: Опциона на продажу-как право, лица держателя опциона, на продажу базового актива в оговоренном размере, но не более 1000 единиц, в установленный срок.

Фьючерс на ценные бумаги — эмиссионная ценная бумага, удостоверяющая обязательство по покупке или продаже в предусмотренный в ней срок определенного количества ценных бумаг по фиксированной цене;⁵⁷

Согласно Закону Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг»:

Фьючерсы на ценные бумаги в отличии от Опционов имеют обязательный для исполнения характер, а также в законодательстве оговаривается не только обязательство на покупку, но и обязательство на продажу базового актива в определённый период в будущем.

Учитывая достаточно долгий временной период по изменению самого базового закона касательно максимально объёма покупаемого и продаваемого базового актива при заключении фьючерсных контрактов и покупке опционов, целесообразно вносить изменения или дополнения в директивы органов уполномоченных контролировать и регулировать обращение ценных бумаг на рынке Узбекистана, а именно в директивы центра по координации и развитию рынка ценных бумаг.

⁵⁷ Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг»

(Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2008 г., № 29-30, ст. 278; 2009 г., № 39, ст. 423, № 50-51, ст. 531; 2013 г., № 1, ст. 1, № 18, ст. 233, № 41, ст. 543; 2014 г., № 4, ст. 45, № 20, ст. 222, № 36, ст. 452 редакции в соответствии с Законом Республики Узбекистан от 3 июня 2015 года № ЗРУ-387 «О внесении изменений и дополнений в Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг».)

В целях создания эффективной нормативной баз регламентирующей операции с производными финансовыми инструментами рекомендуется внести следующие дополнение в закон «О рынке ценных бумаг» Республики Узбекистан и иные нормативные акты регулирующие деятельность рынка ценных бумаг а именно:

- установить уполномоченный орган по контролю за рынком производных инструментов либо в структуре уполномоченного органа регулирующих деятельность рынка ценных бумаг Республики Узбекистан, данная вариация подходит при недостаточно активном рынке производных финансовых инструментов однако при увеличении объёмов рынка дериватив и необходимости разграничения обязанностей по координации и сбору информации хоть и взаимосвязанных но разных по направлениям деятельности сегментов финансового рынка Республики Узбекистан рекомендуется создание отдельного органа контролирующего именно данную отрасль финансового рынка.

- установить единственно возможным заключение участниками торгов на организованном рынке производных финансовых инструментов на условии того что другой стороной по таким договорам будут является лица имеющие статус и осуществляющие функции центрального контрагента. Данное дополнение в законе предупредит проблему по образованию не надёжных к исполнению контрактных обязательств и снизит инвестиционные риски в биржевом сегменте.

- установить возможным заключения генеральных соглашений оговаривающих отдельные условия заключения последующих договоров являющихся производными финансовыми инструментами. Заключение таких договоров должно проводится при согласовании всех условий соглашения между участниками и представителями контролирующего органа. Условия и порядок соглашения определяются правилами биржи и не могут противоречить данным правилам и иным законодательным актам Республики Узбекистан.

- установить что генеральным соглашением , спецификацией и правилами биржи и правилами установленными уполномоченными органами быть предусмотрены основания и порядок прекращения обязательств по всем договорам, являющимся производными финансовыми инструментами, заключенным между сторонами на условиях, установленных указанными генеральным соглашением , спецификацией или правилами, в том числе по требованию одной из сторон при неисполнении или ненадлежащем исполнении другой стороной обязательств по договору, являющемуся производным финансовым инструментом. При этом должны быть установлены порядок определения суммы денежных средств, подлежащих передаче стороной в связи с прекращением обязательств по договорам, являющимся производными финансовыми инструментами, а также срок такой передачи.

- установить что генеральным соглашением, спецификацией и правилами биржи и правилами клиринга могут быть предусмотрены основания и порядок прекращения обязательств по всем договорам, являющимся производными финансовыми инструментами, заключенным между сторонами на условиях, установленных указанными генеральным соглашением , спецификацией или правилами, в том числе по требованию одной из сторон при неисполнении или ненадлежащем исполнении другой стороной обязательств по договору, являющемуся производным финансовым инструментом. При этом должны быть установлены порядок определения суммы денежных средств иного имущества, подлежащих передаче стороной в связи с прекращением обязательств по договорам, являющимся производными финансовыми инструментами, а также срок такой передачи. Касательно сум возмещения рекомендуется установлению процентного соотношения к сделке депонируемого на счетах биржи. Данное процентное соотношение не должно быть более 15 % от суммы сделки. Однако для снижения рисков уклонения от исполнения договорных обязательств правилами биржи и контролирующими органов

должно быть установлено значение не устройки в размере не менее 40% от суммы контрактов. Касательно производных финансовых инструментов на валютные ценности можно сказать что данный сегмент также особенно не развит торговля происходит лишь на уровне межбанковских операций на валютной бирже и на данный момент существуют следующие определения.

Производными финансовыми инструментами, связанными с иностранной валютой (валютные деривативы), являются договоры по купле-продаже иностранной валюты, по которым исполнение обязательств может осуществляться через определенный срок или в зависимости от значения или изменения курса иностранной валюты. Операции по производным финансовым инструментам, связанным с иностранной валютой, осуществляются: уполномоченными банками между собой или с иностранными банками без ограничений в пределах лимита открытой валютной позиции; клиентами банков с уполномоченными банками в случае, если заключение договора связано с осуществлением текущих международных операций.⁵⁸

Из приведённого выше определения можно сделать вывод что в законодательстве охватывается целый ряд разновидностей производных финансовых инструментов на сами валютные ценности а также котировки на них. На Республиканской Валютной бирже существуют правила проведения валютных своповых торгов. В связи с возможной либерализацией валютных курсов в стране на валютных рынках страны станет особенно актуальным вопрос хеджирования валютных рисков. Самым эффективным способом для снижения рисков по покупке валюты является контактирование необходимого количества валюты на покупку в бедующем периоде то есть валютные свопы. На данный момент

⁵⁸ Закон Республики Узбекистан о внесении изменений и дополнений в закон Республики Узбекистан «О валютном регулировании» *Ведомости Олий Мажлиса Республики Узбекистан, 2004 г., № 1-2, ст. 6; Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2009 г., № 37, ст. 403; 2014 г., № 36, ст. 452; 2015 г., № 52, ст. 645)*

регламентация процесса свопов торгов на республиканской валютной бирже ограничивается правилами торгов на валютной бирже согласно данным правилам.

Операция валютного свопа – двусторонняя сделка по одновременной покупке и продаже валютами при условии расчета по ним через определенный условиями такой сделки срок и по определенной условиями такой сделки валютному курсу. Операции валютного свопа состоят из двух частей: при осуществлении первой части происходит первичный обмен валют, при осуществлении второй части происходит обратный обмен и закрытие своп – контракта. Операция валютного свопа проходят по следующей формуле.

$$ИК = БК \times \left(\frac{1 + \frac{ПС_{сумилиин} \times Д}{100 \times ДГ_{сумилиин}}}{1 + \frac{ПС_{ин} \times Д}{100 \times ДГ_{ин}}} \right),$$

(1.1)⁵⁹

Где условными значениями являются: ИК – итоговый курс сделки своп; БК – базовый курс сделки своп; ПС_{сум} или ин – процентная ставка в национальной валюте (или в иностранной валюте, если сделка своп заключается между двумя иностранными валютами); ПС_{ин} – процентная ставка по иностранной валюте; Д – количество календарных дней между первой и второй частями сделки своп (при этом первый и последний день сделки принимаются за один день); ДГ_{сум} – число дней в календарном году на день проведения первой части сделки своп по сумам (365 дней); ДГ_{ин} – число дней в календарном году на день проведения первой части сделки своп по соответствующей иностранной валют.

⁵⁹ Правила Проведения Операций валютного свопа на Узбекской Республиканской валютной бирже утверждено на заседании Биржевого совета УзРВБ21 ноября 2008 года (Протокол №94)

3.2 Виды актуальных, для внедрения в экономику Республики Узбекистан, финансовых инноваций.

В условиях трансформации экономики Республики Узбекистан повышается роль и значение инноваций. Инновационное развитие экономики рассматривается сегодня многими странами как один из основных путей экономического роста, обеспечения конкурентоспособности. Новые технологии банковского обслуживания представляются инновациями, составляющими часть более мощного процесса, охватившего всю мировую экономику

Следовательно, для развития собственно финансовых инноваций в банках или небанковских кредитных организациях необходимо их сопровождение комплексом сопутствующих организационных, информационных, технологических и др. инноваций. В этом смысле финансовая по природе инновация приобретает многокомпонентный характер при доминировании денежной природы банковской услуги или продукта и комплементарном характере сопутствующих инноваций, способствующих доведению услуги (продукта) до потребителя.

В целях обеспечения финансового рынка ликвидностью и инвестициями необходима организация базового правового поля и создание надёжно функционирующей нормативной базы.

В настоящий момент специфика развития финансовых инноваций в банках и небанковских кредитных организациях, заключается в следующем:

Идет процесс внедрения финансовых инноваций на рынке ценных бумаг и кредитных организаций активно проходит процесс перевооружения технологической базы в частности на РФБ Ташкент

совместно с представителями корейской фондовой бирже прошёл процесс установки новой торговой платформы, обеспечивающей возможность внедрения новых финансовых продуктов и активов.

Финансовые инновации становятся основным орудием конкуренции на банковском рынке, важнейшим средством дифференциации продукта; активное внедрение финансовых инноваций ведет к повышению интенсивности конкуренции на банковском рынке и изменению ее характера;

Формируется новая банковская культура, неотъемлемым элементом которой является инновативность.

Кроме того, высокий уровень конкуренции как на банковском рынке, так и на рынке финансовых услуг в целом, диктует необходимость перехода к преимущественно интенсивной модели, о которой говорится в основных признаках этой модели, на наш взгляд, должны стать:

1. предоставление банками и небанковскими кредитными организациями продуктов, услуг и технологий, отвечающих современным потребностям клиентов;

2. уровень капитализации банковского сектора, соответствующий задачам развития, повышения конкурентоспособности и эффективности банковского бизнеса;

3. эффективные системы менеджмента, в том числе управление рисками, взвешенность управленческих решений и своевременная идентификация всех рисков, консервативная оценка возможных последствий их реализации и принятие адекватных мер защиты от рисков в банках и небанковских кредитных организациях;

4. высокая степень транспарентности и рыночной дисциплины кредитных организаций и иных участников рынка. Заметим, что задача перехода к преимущественно интенсивной модели развития банковского сектора должна стать приоритетной как для Правительства Республики

Узбекистан, так и для коммерческих банков и небанковских кредитных организаций.

Основными задачами по изменению модели развития банковского сектора Республики Узбекистан должны стать следующие:

1. совершенствование нормативно-правовой базы, включая разработку единого закона «Об инновациях и инновационной деятельности», внесение изменений в закон «О банках и банковской деятельности» в части приравненных к банкам небанковских кредитных организаций и создание иных условий, обеспечивающих возможности рационального ведения бизнеса, более эффективную защиту частной собственности и развитие конкуренции на всех сегментах финансового рынка;

2. формирование, в том числе в рамках работы Правительства Республики Узбекистан, Агентства упреждающего инновационного развития банковского сектора, Центрального Банка Республики Узбекистан - Комитета инновационного развития банков и приравненных к ним небанковских кредитных организаций, Министерства финансов Республики Узбекистан - Комитета инновационного развития небанковских кредитных организаций. Иными словами, формирование инфраструктуры инновационного развития банковского сектора;

3. повышение качества корпоративного управления и управления рисками в банках и небанковских кредитных организациях;

4. совершенствование банковского регулирования и банковского надзора, прежде всего путем развития в них содержательной составляющей и приведения правовых условий и практики их осуществления в полное соответствие с современной ситуацией на банковском рынке. Данная работа должна дополняться формированием системы регулирования и надзора (контроля) за деятельностью небанковских кредитных организаций, оказывающих идентичные банкам услуги, исходя из принципа пропорциональности предъявляемых

требований системной значимости организаций и уровню принимаемых ими рисков;

5 обеспечение финансовой стабильности;

6. дальнейшее повышение операционной совместимости платежной инфраструктуры и централизации клиринговых, расчетных услуг на основе унифицированных правил и стандартов для развития технологических финансовых инноваций в Республики Узбекистан.;

7. обеспечение защиты информации, выявление рисков, имеющих технический и технологический характер, а также рисков использования коммерческим банком или небанковской кредитной организацией в деятельности, направленной на легализацию (отмывание) доходов, полученных преступным путем, и финансирование терроризма.

Основными элементами упреждающего инновационного развития банковского сектора Республики Узбекистан, должны стать следующие:

- выявление особенностей в потребностях финансовых инноваций в Республике Узбекистан (определение основных тенденций развития финансовых инноваций и обусловленных ими качественных изменений среды функционирования финансово-кредитных организаций в Республике Узбекистан , диктуемых современными потребностями в банковском секторе);

- стоимостная оценка экономических и целевых эффектов, представляющая собой оценку экономических, социально-психологических и научно-технических эффектов от применения финансовых инноваций в банках и небанковских кредитных организациях с разработкой новых методических приемов, адаптированных к анализу финансовых инноваций (соц. опрос отношения населения к финансовым инновациям и рейтинговая пятифакторная оценка научной ценности инновации);

- научные исследования, необходимые для выявления перспектив развития финансовых инноваций с учетом потребностей как коммерческих

банков и небанковских кредитных организаций, так и их клиентов, и составление прогноза;

- использование стимулирующих методов при разработке и внедрении финансовых инноваций в банках и небанковских кредитных организациях: прямых и косвенных. К прямым, могут относиться предоставление гарантий по инновационным проектам, налоговые льготы, амортизационные льготы и льготы по отчислению в обязательные резервные фонды, к косвенным - содействие в подготовке высококвалифицированных кадров, совершенствование инновационной инфраструктуры и др.;

- дальнейшее развитие инфраструктуры инновационного развития, заключающееся в создании нового звена институциональной структуры банковского сектора Республики Узбекистан – Комитета по инновационному развитию при Ассоциации банков;

- меры по повышению инновативности клиентов (разработка и внедрение финансовых инноваций в соответствии с потребностями клиентов, создание нововведений совместно с клиентами, например, с помощью проведения конкурса на лучшую идею);

- совершенствование законодательства в части создания закона, в котором четко прописаны основные понятия инноваций и инновационного процесса; закреплены участники инновационного процесса: субъекты и объекты, в том числе и в банковской сфере; описан механизм государственного регулирования инновационной деятельности; отражены методы стимулирования для участия в инновационной деятельности коммерческих банков и небанковских кредитных организаций, поскольку они могут не только быть субъектами инновационной деятельности, внедряя новые продукты, услуги, технологии, но и участвовать в финансировании инновационной деятельности совместно с государством.

В Узбекистане, согласно правительственным решениям еще с 2014 года осуществляется разработка проектов законов «Об ипотечных ценных

бумагах», и «О секьюритизации». Принятие указанных документов с учетом уроков нынешнего кризиса позволит избежать ошибок, которые совершили развитые страны, в частности, при создании систем рынка ипотечных ценных бумаг.

Проект закона «Об ипотечных ценных бумагах». Разработка проекта закона предусмотрена пунктом 3 Программы углубления реформирования и развития банковской системы Республики Узбекистан на 2007–2010 годы, утвержденной постановлением Президента Республики Узбекистан от 7 ноября 2007 года № ПП-726 «О мерах по дальнейшему развитию банковской системы и вовлечению свободных денежных средств в банковский оборот».

Проект закона направлен на совершенствование законодательства в сфере обращения ценных бумаг, создание законодательной базы для выпуска, обращения и погашения ипотечных ценных бумаг⁶⁰.

При этом главным условием эффективного функционирования ипотечного кредитования является рефинансирование кредиторов – банков, выдающих кредиты юридическим и физическим лицам. Рефинансирование для банков, в данном случае, является методом досрочного возврата средств, вложенных в ипотечное кредитование, которое также значительно снижает риски неисполнения долговых обязательств со стороны заёмщиков.

Основным инструментом рефинансирования являются ипотечные ценные бумаги, отличающиеся от стандартных ценных бумаг более высокой надёжностью и наличием обеспечения в виде набора активов, которыми в случае ИЦБ являются требования по ипотечным кредитам, выданным под залог недвижимости. Другим отличительным свойством ИЦБ, помимо обеспечения, является то, что они выступают продуктами

⁶⁰ Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан о программе по разработке и внесению в законодательную палату Олий Мажлиса Республики Узбекистан проектов законов и других нормативно правовых актов на 2014 год.

(Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2014 г., № 15, ст. 165)

секьюритизации – процесса, направленного на преобразование долговых обязательств в предмет рефинансирования посредством выпуска ИЦБ, обеспеченных пулом ипотечных кредитов. При этом средства, вырученные за счёт размещения ИЦБ, используются в целях возврата вложений, направленных банком на ипотечное кредитование.

Также как разновидность финансовых инноваций введены в законодательное поле согласно Закону Республики Узбекистан О внесении изменений и дополнений в закон Республики Узбекистан о рынке ценных бумаг принятый Законодательной палатой 24 октября 2014 года.

Согласно данному закону: инфраструктурные облигации — облигации, выпускаемые хозяйственными обществами и государственными предприятиями с целью привлечения денежных средств для финансирования создания и (или) реконструкции производственной и иной инфраструктуры;⁶¹⁶²

Данное нововведение в рынок ценных бумаг способствует развитию экономического потенциала страны и увеличит ликвидность рынка ценных бумаг Республики Узбекистан, однако согласно последним данным о рынке ценных бумаг в обращение они не вступили.

Выводы по третьей главе

Производные ценных бумаг, согласно законодательству Республики Узбекистан, это ценные бумаги, удостоверяющие права или обязательства их владельцев по отношению к другим ценным бумагам и выпускаемые юридическими лицами в виде опционов эмитента, фьючерсов на ценные бумаги и иных финансовых инструментов.

⁶¹ Закон Республики Узбекистан О внесении изменений и дополнений в закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг»» Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2015 г., № 22, ст. 287 Принят Законодательной палатой 24 октября 2014 года

⁶² Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» от 03.06.2015г.№ЗРУ-387

В целях обеспечения финансового рынка ликвидностью и инвестициями необходима организация базового правового поля и создание надёжно функционирующей нормативной базы рынка производных финансовых инструментов.

Идет процесс внедрения финансовых инноваций на рынке ценных бумаг и кредитных организаций активно проходит процесс перевооружения технологической базы в частности на РФБ Ташкент совместно с представителями корейской фондовой бирже прошёл процесс установки новой торговой платформы обеспечивающей возможность внедрения новых финансовых продуктов и активов.

Финансовые инновации становятся основным орудием конкуренции на банковском рынке, важнейшим средством дифференциации продукта; активное внедрение финансовых инноваций ведет к повышению интенсивности конкуренции на банковском рынке и изменению ее характера;

Главным условием эффективного функционирования ипотечного кредитования является рефинансирование кредиторов – банков, выдающих кредиты юридическим и физическим лицам. Рефинансирование для банков, в данном случае, является методом досрочного возврата средств, вложенных в ипотечное кредитование, которое также значительно снижает риски неисполнения долговых обязательств со стороны заёмщиков.

Развитие инфраструктуры инновационного развития, заключающееся в создании нового звена институциональной структуры банковского сектора Республики Узбекистан – Комитета по инновационному развитию при Ассоциации банков.

Одним из приоритетных направлений в развитии финансовых инноваций в банковской и пара банковской системе является совершенствование банковского регулирования и банковского надзора, прежде всего путем развития в них содержательной составляющей и

приведения правовых условий и практики их осуществления в полное соответствие с современной ситуацией на банковском рынке.

В Республике Узбекистан активизирован процесс внедрения финансовых инноваций на рынке ценных бумаг и кредитных организаций активно проходит процесс перевооружения технологической базы в частности на РФБ Ташкент совместно с представителями Фондовой Биржи Республики Корея

Заключение

Инструментом, способствующим развитию разных отраслей и сфер экономики, посредством перераспределения временно свободных финансовых ресурсов от одних экономических субъектов к другим является финансовый рынок, рынок производных финансовых инструментов в свою очередь функционирует в целях обеспечения стабильности и хеджирования рисков от валютных потерь. Объектом купли продажи на рынке производных финансовых инструментов выступают фьючерсы, опционы и свопы.

Участниками рынка производных финансовых инструментов являются дилеры поставщики финансового капитала, потребители финансового капитала, финансовые посредники, инфраструктурные организации, а также регулирующие и контролирующие организации.

Функционирование финансового рынка регулируется органами государственного финансового регулирования и нормативно-правовыми документами.

Кроме теоретических основ функционирования срочного рынка, был рассмотрен мировой опыт использования деривативов. Анализ статистических данных позволяет заключить, что мировой рынок производных финансовых инструментов в целом и рынок фондовых

производных в частности динамично развиваются на протяжении текущего десятилетия.

Рынок производных финансовых инструментов зародился в Соединённых Штатах Америки в 70 х годах прошлого столетия и за это время получил широкое развитие во многих странах с развитой и развивающейся экономикой.

К производным ценным бумагам США относятся опционы на акции, биржевые индексы, валюту, форвардные контракты по финансовым инструментам, а также процентные, валютные и золотые фьючерсы.

Перед правительствами стран где активно развивается рынок производных финансовых инструментов встаёт вопрос о регулировании отношений на внебиржевом рынке производных финансовых инструментов. В данных целях странами, участвующими в международном рынке дериватив приняли межгосударственные соглашения и нормативные документы.

Проведя сравнительный анализ функционирования рынка производных финансовых инструментов можно сделать вывод что рынок внебиржевых свопов и опционов Соединённых Штатов Америки в разы превышают объёмы рынка стран европейского союза

Рынок производных финансовых инструментов Российской Федерации в период с 2008-2016 вырос в 10.2 раз.

Анализируя рынки производных инструментов на валюты и валютные курсы можно сделать вывод что данный рынок особо активизируется в момент укрепления торгуемых на них валюты и снижается в момент ослабления экономики.

В целях обеспечения финансового рынка ликвидностью и инвестициями необходима организация базового правового поля и создание надёжно функционирующей нормативной базе рынка производных финансовых инструментов.

Идет процесс внедрения финансовых инноваций на рынке ценных бумаг и кредитных организаций активно проходит процесс перевооружения технологической базы в частности на РФБ Ташкент совместно с представителями корейской фондовой бирже прошёл процесс установки новой торговой платформы обеспечивающей возможность внедрения новых финансовых продуктов и активов.

Финансовые инновации становятся основным орудием конкуренции на банковском рынке, важнейшим средством дифференциации продукта; активное внедрение финансовых инноваций ведет к повышению интенсивности конкуренции на банковском рынке и изменению ее характера;

Развитие инфраструктуры инновационного развития, заключающееся в создании нового звена институциональной структуры банковского сектора Республики Узбекистан – Комитета по инновационному развитию при Ассоциации банков.

Главным условием эффективного функционирования ипотечного кредитования является рефинансирование кредиторов – банков, выдающих кредиты юридическим и физическим лицам. Рефинансирование для банков, в данном случае, является методом досрочного возврата средств, вложенных в ипотечное кредитование, которое также значительно снижает риски неисполнения долговых обязательств со стороны заёмщиков.

После изучения вышеизложенных материалов в заключении можно сделать следующие предложения по активизации рынка производных финансовых инструментов и внедрение некоторых видов финансовых инноваций.

В качестве предложения по активизации рынка производных финансовых инструментов рекомендуется более углубленное и детализированная регламентация процесса заключения сделок:

Рекомендуется создание отдельного законодательного акта на примере закона Великобритании о финансовых услугах. В данном

законодательном акте необходимо прописать. Какой орган уполномочен контролировать рынок производных финансовых инструментов и определить ряд полномочий которыми обладает данная контролирующая организация. В вышесказанном законодательном акте необходимо также дать понятие рынку срочного капитала, описать права и обязанности контрактирующей сторон.

В целях правовой защиты субъектов экономических отношений рекомендуется создать типовые соглашения СВОП контрактов, и иных производных инструментов. В типовых соглашениях необходимо также регламентация количество базового актива на которых заключается сделка, на примере Великобритании и для снижения рисков не исполнения договорных обязательств установить Значение в 1000 единиц базового актива (акций и облигаций). В указанных выше типовых контрактах необходимо выделение отдельным пунктом временного периода на который он заключается к примеру в течении 100 календарных дней после заключения данной сделки.

На примере Eurex можно внести предложение по объединению рынков производных инструментов стран содружества независимых государств в единую электронную площадку, регулируемую межгосударственными соглашениями на примере MIFID 2. Данное нововведение простимулирует межгосударственной обмен ценными бумагами и валютами так как по отдельности национальные рынки не имеют привлекательности для крупных спекулятивных инвесторов и облегчит хеджирование валютных рынков для транснациональных компаний имеющих экономические интересы одновременно в нескольких странах стран содружества.

Наблюдающаяся тенденция активизации жилищного строительства в Республике Узбекистан нарастает необходимость по укреплению ресурсной базы коммерческих банков с целью выдачи данных средств на ипотечные кредиты для населения в соответствии с пунктами: 3.1

Дальнейшее укрепление макроэкономической стабильности и сохранение высоких темпов роста экономики; 4.3. Реализация целевых программ по строительству доступного жилья, развитию и модернизации дорожно-транспортной, инженерно-коммуникационной и социальной инфраструктуры, обеспечивающих улучшение условий жизни населения стратегия действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах.⁶³ Данная тенденция обуславливает необходимость по созданию стабильного рынка ипотечных облигаций. С учётом негативного опыта функционирования данного рынка в странах Европы и США в 2008 году можно сделать следующие рекомендации по увеличению надёжности данного сегмента рынка ценных бумаг:

Ввести в практику Республики Узбекистан создание агентств функциональными обязанностями которых на коммерческой основе присвоение рейтингов базовым активам для ипотечных ценных бумаг. Основой надёжности таких рейтингов должно быть наличие на рынке рейтинговых фирм конкуренции.

В целях обеспечения объективности вышеупомянутых рейтингов необходимо договорённости по поводу присвоения рейтингов должны заключаться между республиканской фондовой биржей Ташкент и рейтинговыми компаниями. Стоимость данного вида услуг должна быть включена в стоимость облигаций на которую не начисляется процент.

Для обеспечения держателей ипотечных облигации информацией о состоянии кредитов, обеспечивающих их ценные бумаги. Рекомендуется создание совместно с банками эмитентами и центральным депозитарием информационной базы, снабжающей держателей ипотечных облигаций о своевременности платежей по базовым кредитам.

⁶³ Указ Президента Республики Узбекистан № УП-4947 «О стратегии действий по дальнейшему Развитию Республики Узбекистан» от 7 февраля 2017г. Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2017 г., № 6, ст. 70 Приложение №1

Список использованной литературы

I. Нормативно-правовые документы и методологические пособия, учебники труды и доклады Первого Президента.

- 1.1. Конституция Республики Узбекистан. - Т.: Узбекистон, 2014.
- 1.2. Гражданский кодекс Республики Узбекистан (часть вторая)Ведомости Олий Мажлиса, 1996 г., № 11-12 (1).
- 1.3. Закон Республики Узбекистан от 21.12.1995 г. № 154-I «О Центральном банке Республики Узбекистан».
- 1.4. Закон Республики Узбекистан от 25.04.1996 г. № 216-I «О банках и банковской деятельности».
- 1.5. Закон Республики Узбекистан от 3.06.2015 г. № ЗРУ-387 «О рынке ценных бумаг»(новая редакция).
- 1.6. Закон Республики Узбекистан О внесении изменений и дополнений в закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг»» Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2015 г., № 22, ст. 287
- 1.7. Указ Президента Республики Узбекистан от 26.03.1996 г. № УП- 1414 «Об образовании Центра по координации и контролю за функционирование рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан».
- 1.8. Указ Президента Республики Узбекистан от 04.03.1998 г. № УП-1939 «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка и поддержке акционерных обществ, созданных на базе государственной собственности».

1.9. Указ Президента Республики Узбекистан от 21.03.2000 года № УП-2564 «О мерах по дальнейшей либерализации и реформированию банковской системы».

1.10. Указ Президента Республики Узбекистан 19.12.2006 г. № УП-3831 «О мерах по стимулированию повышения уровня капитализации коммерческих банков».

1.11. Указ Президента Республики Узбекистан от 18.11.2008 г. № УП-4053 «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости предприятий реального сектора экономики».

1.12. Указ Президента Республики Узбекистан № УП-4947 «О стратегии действий по дальнейшему Развитию Республики Узбекистан» от 7 февраля 2017г. Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2017 г., № 6, ст. 70 Приложение №1 Указ Президента Республики

1.13. Указ Президента Республики Узбекистан от 13.11.2012 г. № УП-4483 «Об образовании Государственного комитета Республики Узбекистан по приватизации, демонополизации и развитию конкуренции».

1.14. Указ Президента Республики Узбекистан от 07.04.2014 г. № УП-4609 «О дополнительных мерах по дальнейшему совершенствованию инвестиционного климата и деловой среды в Республике Узбекистан».

1.15. Указ Президента Республики Узбекистан от 24.04.2015 г. № УП-4720 «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах».

1.16. Постановление Президента Республики Узбекистан от 27.09.2006г. № ПП-475 «О мерах по дальнейшему развитию рынка ценных бумаг».

1.17. Постановление Президента Республики Узбекистан от 06.04.2010г. № ПП-1317 «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости и усилению инвестиционной активности банковской системы».

1.18. Постановление Президента Республики Узбекистан от 26.11.2010г. № ПП-1438 «О приоритетных направлениях дальнейшего реформирования и повышения устойчивости финансово-банковской системы республики в 2011-2015 годах и достижения высоких международных рейтинговых показателей».

1.19. Постановление Президента Республики Узбекистан от 19.03.2012г. № ПП-1727 «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка».

1.20. Постановление Президента Республики Узбекистан от 14.02.2013г. № ПП-1920 «О государственной программе «Год благополучия и процветания».

1.21. Постановление Президента Республики Узбекистан от 15.04.2014г. № ПП-2164 «О мерах по дальнейшему совершенствованию процедур, связанных с осуществлением предпринимательской деятельности и предоставлением государственных услуг».

1.22. Постановление Президента Республики Узбекистан от 07.01.2015г. № ПП-2282 «О программе по строительству индивидуального жилья по типовым проектам в сельской местности на 2015 год и основных параметрах строительства на 2016 год».

1.23. Постановление Президента Республики Узбекистан от 06.05.2015г. № ПП-2344 «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости коммерческих банков и развитию их ресурсной базы».

1.24. Постановление Кабинета Министров при Президенте Республики Узбекистан от 08.06.1994 г. № 285 «О мерах по обеспечению эффективной деятельности Республиканской фондовой биржи «Тошкент» и развитию инфраструктуры рынка ценных бумаг».

1.25. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 30.03.1996 г. № 126 «О вопросах организации деятельности Центра по

координации и развитию рынка ценных бумаг при Госкомконкуренции Республики Узбекистан».

1.26. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 21.05.1999 г. № 263 «О вопросах организации и деятельности Центрального депозитария ценных бумаг».

1.27. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 09.07.2003 г. № 308 «Об утверждении положения о лицензировании профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг».

1.28. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 29.04.2003 г. № 196 «О мерах по дальнейшему развитию вторичного рынка ценных бумаг».

1.29. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 28.07.2008 г. № 160 «О дополнительных мерах по развитию инфраструктуры рынка ценных бумаг».

1.30. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан о программе по разработке и внесению в законодательную палату Олий Мажлиса Республики Узбекистан проектов законов и других нормативно правовых актов на 2014

1.31. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 22.05.2012 г. № 140 «О мерах по реализации постановления Президента Республики Узбекистан от 19 марта 2012 г. № ПП-1727 «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка».

1.32. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 27.03.2014 г. № 71 «О дополнительных мерах по стимулированию инвестиционной деятельности коммерческих банков и ускорению реализации банками предприятий новым инвесторам».

1.33. Правила Проведения Операций валютного свопа на Узбекской Республиканской валютной бирже утверждено на заседании Биржевого совета УзРВБ21 ноября 2008 года (Протокол №94)

1.34. Каримов И.А «Мировой финансово экономический кризис пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана» Ташкент 2009 изд. «Узбекистан»

1.35. Каримов И. А. Все наши устремления – во имя дальнейшего развития Родины и повышения благосостояния народа. Доклад на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2010 году и важнейшим приоритетным направлениям экономической программы на 2011 год. –Т.: Узбекистон, 2011.

1.36. Каримов И. А. 2012 год станет год поднятия на новый уровень развития нашей Родины. Доклад на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2011 году и важнейшим приоритетным направлениям экономической программы на 2012 год. –Т.: Узбекистон, 2012.

1.37. Каримов И. А. Наша главная цель – решительно следовать по пути широкомасштабных реформ и модернизации страны. Доклад на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2012 году и важнейшим приоритетным направлениям экономической программы на 2013 год. –Т.: Узбекистон, 2013.

1.38. Каримов И. А. 2014 год станет годом развития страны высокими темпами, мобилизации всех возможностей, последовательного продолжения оправдавшей себя стратегии реформ. Доклад на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2013 году и важнейшим приоритетным направлениям экономической программы на 2014 год. –Т.: Узбекистон, 2014.

1.39. Каримов И. А. Создание в 2015 году широких возможностей для развития частной собственности и частного предпринимательства путем осуществления коренных структурных преобразований в экономике страны, последовательного продолжения процессов модернизации и

диверсификации – наша приоритетная задача. Доклад Президента Республики Узбекистан Ислама Каримова на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития страны в 2014 году и важнейшим приоритетным направлениям экономической программы на 2015 год. – Т. Узбекистон, 2015.

II Учебники, монографии, научные сборники.

2.1. Барулин С. В. Финансы: учебник. – 2-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2011.

2.2. Белоножко М.Л., Скифская А.Л. Государственные и муниципальные финансы: учебник – СПб: ИЦ «Интермедия», 2014.

2.3. Корпоративные финансы: Учебник для вузов / Под ред. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. Стандарт третьего поколения. – СПб.: Питер, 2011.

2.4. Малиновская О. В., Скобелева И. П., Бровкина А. В. Финансы: учебное пособие. В 2 т. –М.: ИФРА-М, 2012.

2.5. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: Учебное пособие. Стандарт третьего поколения / Под ред. Г. Белоглазовой, Л. Кроливецкой. – СПб.: Питер, 2013.

2.6. Финансы: учебник / под ред. А. Г. Грязновой, Е. В. Маркиной. – 2-е изд., перераб. и доп. –М.: Финансы и статистика, 2012.

2.7. Финансы: учебник для бакалавров / под ред. М. В. Романовского, О. В. Врублевской. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Издательство Юрайт: ИД Юрайт, 2012.

2.8. Производные финансовые инструменты: обращение и управление А.А.Аюпов. – Тольятти: ТГУ, 2007. – 202 с.

2.9. Аюпов, А.А. Лизинг : учеб. пособие / А.А. Аюпов. – Казань : Изд-во Академия управления «ТИСБИ» - 2004, –206с

2.10. Вайн, С. Опционы. Полный курс для профессионалов / С. Вайн. - М. : Альпина Паблишер, 2003. - 416 с.

- 2.11. Галанов, В.А. Производные инструменты срочного рынка : фьючеры, опционы, свопы : учебник / В.А. Галанов. – М : Финансы и статистика, 2002
- 2.12. Кавкин, А.В. Рынок кредитных деривативов / А.В. Кавкин. - М. : Экзамен, 2001. - 288 с.
- 2.13. Килячков, А.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело / А.А. Килячков, Л.А. Чалдаева. - М. : Юристъ, 2001.
- 2.14. Рубцов, Б.Б. Современные фондовые рынки / Б.Б. Рубцов. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
- 2.15. Рынок ценных бумаг: Учебник / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 448с.:
- 2.16. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие / Под ред. Жукова Е.Ф. – М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2003. – 399с.
- 2.17. Управление инвестициями: Перевод с английского Бочарова П. П., Гаврилова Е. В. и др. – М.: Инфра – М, 2000.
- 2.18. Производные финансовые и товарные инструменты / А.Б. Фельдман. - М. : Финансы и статистика, 2003. - 304 с.
- 2.19. Азимова, Л. Вопросы формирования законодательства о производных финансовых инструментах / Л. Азимова, А. Селивановский. - М. : Рынок ценных бумаг, 2003
- 2.20. Дорф, Л. Использование информации с финансовых рынков в качестве индикатора кредитного риска. Ratings Research & Analysis, Moody's Investors Service, New York. Август 2003
- 2.21. Секьюритизация задолженностей как способ привлечения новых инвестиций. Рынок ценных бумаг, 2003.
- 2.22. Robert, W. Kolb, James, A. Overdahl. Financial derivatives. Wiley, New York. 2003
- 2.23. Gerald Joe. Defining Financial Engineering // Financial Engineering News. May 1998, Issue 4

2.24. Warren Buffet speaks out on Derivatives. 2002. - 13 – 15 p.
Berkshire Hathaway annual report.

2.25. Luskin D. Warren Buffet on Derivatives : Good for Me, but not for
Thee // Capital magazine. March 4, 2003.

III. Статьи в журналах и газетах

3.1 Балалова Е. И. Место и роль рынка ценных бумаг в системе
финансовых рынков // Научно-теоретический журнал – 2014. – № 4. – С.
48-50.

IV. Интернет сайты.

4.1. www.gov.uz –(Правительственный портал Республики
Узбекистан).

4.2. www.mf.uz – (Министерство финансов Республики
Узбекистан).

4.3. www.cbu.uz – (Центральный банк Республики Узбекистан).

4.4. www.uzse.uz – (Республиканская фондовая биржа «Тошкент»).

4.5. www.lex.uz – (сайт Центра правовой информатизации при
Министерстве юстиции Республики Узбекистан

4.6. www.moeх.com (сайт Московской Межбанковской Валютной
Биржы)

4.7. www.bis.org (сайт Банка Международных Расчётов)

4.8. www.eurex.com (Сайт пан европейской бижи производных
финансовых инструментов)