

О.Ю. Коршунов

## ОСОБЕННОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ ТОРГОВЛИ НА РЫНКЕ СРОЧНЫХ КОНТРАКТОВ РОССИИ

Одним из обязательных атрибутов современного финансового рынка является развитый как в технологическом, так и в регулятивном смысле срочный рынок, способный решать задачи по управлению рисками. Российский срочный рынок находится в процессе становления. В финансовой периодической литературе достаточное внимание уделяется рассмотрению особенностей его построения. Однако большинство статей посвящено либо проблемам нормативного регулирования,<sup>1</sup> либо особенностям обращения отдельных инструментов.<sup>2</sup> Публикации, в которых рассматриваются биржевые торги,<sup>3</sup> редки и ограничиваются, как правило, анализом их количественных результатов. Настоящая статья посвящена рассмотрению особенностей организации торгов производными финансовыми инструментами на ведущих биржах России. На основании фактических данных предпринята попытка доказать существование достаточно развитого внебиржевого сегмента рынка, который парадоксальным образом был построен на бирже.

За долгую историю развития было разработано и опробовано на практике большое разнообразие форм организации торговли инструментами срочного рынка. Среди них можно выделить три наиболее характерных: внебиржевой брокерский рынок, внебиржевой дилерский рынок и биржевой срочный рынок. Каждая из этих форм обладает чертами, определяющими особенности торговли и те преимущества/недостатки, которые имеет та или иная форма, с позиций участников торгов.

**Внебиржевой брокерский рынок** может быть охарактеризован редкими сделками на относительно большие обязательства (из-за роста относительной величины комиссионных брокера со снижением объема) с исполнением, приуроченным к самым разнообразным датам. Все сделки являются адресными. Из-за сложности передачи нестандартных обязательств, характеризующихся различным уровнем риска неисполнения, вторичный рынок практически отсутствует. По причине полной неликвидности вторичного рынка, слабой ликвидности первичного и нестандартности обращающихся обязательств

---

**Олег Юрьевич КОРШУНОВ** — канд. экон. наук, доцент кафедры теории кредита и финансового менеджмента СПбГУ. В 1981 г. окончил Ленинградский политехнический институт, в 1997 — Санкт-Петербургский государственный технический университет по специальности «менеджмент». В 2000 г. защитил кандидатскую диссертацию. Область научных интересов — рынок ценных бумаг, биржевая деятельность, рынок производных финансовых инструментов, финансовая инженерия.

© О.Ю. Коршунов, 2006

спекулятивные операции на рынке отсутствуют. Единственные сделки, которые могут иметь место на таком рынке — хеджерские, каждая из сторон которой хеджирует одну и ту же разновидность риска, но разной направленности.

**Внебиржевой дилерский рынок.** Все сделки, как и в предыдущем случае, являются адресными. По сравнению с предыдущей формой организации первичный рынок обладает высокой степенью ликвидности. Вторичный рынок контрактов может существовать, но весьма ограничен, поскольку досрочное закрытие позиции может быть неприемлемо для дилера из-за необходимости сохранения собственной сбалансированной позиции. Время исполнения обязательств часто определяется как набор стандартных временных периодов, отсчитываемых от дня заключения контракта. Эта особенность также оказывает негативное воздействие на ликвидность вторичного рынка. Контракты часто носят расчетный, а не поставочный характер. На этом рынке также доминируют хеджерские операции. Арбитражные операции осуществляют дилеры.

Для данной формы организации рынка могут быть характерны, в зависимости от степени его развития, как большие, так и малые объемы суммарных обязательств, как частые, так и редкие сделки. Но в любом случае объем обязательств, приходящийся на одну сделку, весьма высок, что определяется составом участников рынка (хеджеры и арбитры) и отсутствием экономической целесообразности сделок на малые объемы для дилеров. Для объема открытых позиций отдельной серии контракта характерен рост вплоть до даты исполнения. Из-за отсутствия ликвидного вторичного рынка спекулятивные операции на данном рынке практически не проводятся. Такая форма организации срочного рынка характерна для современных рынков финансовых форвардных контрактов.

**Биржевой срочный рынок.** Все заключаемые сделки являются безадресными. Заключаемые контракты полностью стандартизованы, в том числе по срокам исполнения, объемам и способу исполнения. Имеются в наличии высоколиквидный первичный и вторичный рынки.

Обороты на данном рынке, выраженные в количестве контрактов, сделок и в денежном объеме принятых обязательств, зависят от степени развития рынка. При этом объем обязательств, приходящийся на один контракт и на одну сделку, существенно меньше величин, характерных для внебиржевых форм организации торговли на срочном рынке. Что касается объема открытых позиций, то из-за наличия ликвидного вторичного рынка его зависимость от времени носит немонотонный характер. Поскольку большинство обязательств прекращается досрочно, то объем открытых позиций для каждой серии контракта принимает максимальное значение в промежутке между началом торгов и датой исполнения обязательств. На биржевом рынке заключаются хеджерские, арбитражные и спекулятивные сделки. Такая форма организации срочного рынка характерна для современных рынков стандартных опционов и фьючерсных контрактов.

Рассмотрим ситуацию на основных российских площадках торговли срочными инструментами. Основной упор будет сделан на исследование таких динамических характеристик, как обороты, выраженные в контрактах, сделках и в рублях; обороты, представленные в рублях на одну сделку, и поведение объема открытых позиций в контрактах, по мере приближения к дате исполнения обязательств.

В настоящее время обращение инструментов срочного рынка происходит на пяти биржевых площадках, причем определяют ситуацию на срочном рынке России только две из них — Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) и Фондовая биржа РТС (РТС). К остальным относятся Биржа «Санкт-Петербург», Санкт-Петербургская валютная биржа (СПБВБ) и Санкт-Петербургская фьючерсная биржа (СПБФБ),

которые по объему открытых позиций и оборотам отстают от лидеров на несколько порядков.<sup>4</sup>

Первый опыт торговли инструментами срочного рынка на ММВБ датируется сентябрем 1996 г., когда в обращение были запущены фьючерсные контракты на доллар США и на индекс ГКО. В дальнейшем, по мере продвижения ММВБ на рынок торговли акциями, были разработаны и введены в обращение в 1997 г. фьючерсные контракты, базовыми активами которых служили фондовые активы.

Срочный рынок ММВБ достаточно активно развивался вплоть до августа 1998 г., когда торги были прекращены. При этом сама процедура прекращения обязательств имела характер принудительного закрытия позиций участников торгов по нерыночным котировкам. Основной причиной этого послужило массовое использование в качестве основной составляющей начальной маржи пакетов ГКО и недостаточность суммы самой начальной маржи по отношению к стоимости базового актива.

Несмотря на наличие столь негативного, с точки зрения участников торгов, результата предшествующей деятельности биржи на срочном рынке, она была возобновлена в ноябре 2000 г. введением в обращение фьючерсных контрактов на индекс доллара США, а в июне 2001 г. — на индекс евро. Впоследствии были введены в обращение ряд контрактов на другие фондовые ценности. Торги контрактами на доллар США характеризовались малым количеством заключаемых контрактов и поддерживаемых открытых позиций (сотни штук в день) и совсем ничтожным количеством заключаемых сделок (единицы). Активность на срочном рынке евро практически отсутствовала. На рынке контрактов на фондовые ценности активность заметна только относительно акций РАО «ЕЭС России» (РАО ЕЭС). Так, в конце 2002 г. наблюдались весьма значительные (до 200 тыс. контрактов в день) обороты, которые сопровождались ничтожно малым объемом открытых позиций и количеством сделок. Это соотношение может свидетельствовать либо о крайней степени спекулятивности рынка, либо о том, что такие значительные обороты являются результатом демонстрации активности, а не реально заключенных рыночных сделок. В марте 2003 г. обороты значительно снизились и на этом сегменте рынка. Причиной этому, вероятно, явилось обвинение ФКЦБ одного из крупнейших российских операторов на фондовом и срочном рынках — компании «Алор-инвест» в манипулировании ценами на рынке фьючерсов ММВБ, которое вылилось в приостановку лицензии компании. Срок действия последних контрактов на фондовые ценности истек 15 июня 2004 г. Новые контракты в обращение введены не были, и по настоящее время (на начало 2006 г.) на данном рынке представлены только расчетные фьючерсные контракты на курсы руб./долл., руб./евро и долл./евро.

Для того чтобы выявить особенности торговли на рассматриваемом фьючерсном рынке, составим его интегральный портрет, включающий в себя итоги торгов по всем классам контрактов за некоторый, достаточно протяженный промежуток времени. В качестве такого периода возьмем начало мая — конец 2005 г. В этот период в обращении находились три класса фьючерсных контрактов. Каждый был представлен несколькими сериями контрактов, отличающихся датами исполнения обязательств.

За весь рассматриваемый период сделки заключались только с фьючерсом на курс доллара США к рублю. Из 170 торговых дней сделки фиксировались в течение 139. Всего было зафиксировано 762 сделки, или в среднем по 4,5 в торговый день. Было заключено 6 051 486 контрактов, суммарная стоимость обязательств которых составила 167 990 634 135 руб. Таким образом, нетрудно сосчитать, что в среднем в рамках одной сделки заключалось 7942 контракта на 220 460 150 руб.

Одной из особенностей российского биржевого срочного рынка в целом и рынка ММВБ, в частности, является возможность заключения как рыночных, безадресных, часто называемых системными сделок, так и договорных, адресных внесистемных сделок. В соответствии с правилами торгов срочной секции ММВБ — это сделки, заключаемые участниками торгов по взаимному согласованию всех параметров, в том числе и объема. Последнее весьма важно для участников, поскольку системные сделки заключаются на пересекающиеся объемы при совпадении цен покупателя/продавца, что может привести к излишней дробности исполнения заявки. По сути внесистемные сделки являются включением внебиржевого рынка в биржевой. ММВБ предоставляет информацию о соотношении денежных объемов обязательств в рамках системных и внесистемных сделок. За рассматриваемый период объем обязательств в рамках внесистемных сделок составил 153 667 798 180 руб., или 91,5% от всего объема. На долю системных сделок пришлось 14 322 835 955 руб., что составляет всего 8,5%. Разделить эти типы сделок по количеству на основании открытой биржевой информации не представляется возможным.

Еще одной важной характеристикой срочного рынка является объем открытых позиций. За период с мая по конец декабря 2005 г. эта количественная характеристика срочного рынка ММВБ выросла многократно — с 300 000 до почти 2 000 000. Динамика поведения объема открытых позиций в рамках одной серии фьючерсного контракта может послужить основой анализа соотношения операций первичного и вторичного рынка, что, в свою очередь, важно для установления характера проводимых торгов. Дело в том, что для внебиржевого рынка, в отличие от биржевого, характерно абсолютное доминирование первичного рынка.

Определить первичный и вторичный рынки фьючерсных контрактов можно следующим образом. Все сделки, заключение которых ведет к увеличению объема обязательств в рамках фьючерсных контрактов данной серии, относятся к первичному рынку. Заключение таких сделок проявляется в увеличении объема открытых позиций. Другие сделки относятся к вторичному рынку. Такие сделки могут быть разделены на две категории. Первая — это офсетные сделки, ведущие к взаимному закрытию ранее существовавших позиций, которые проявляются в снижении объема открытых позиций. Вторые — передача ранее существовавших обязательств одного лица другому. Такие операции не отражаются на объеме открытых позиций, который остается неизменным.

Для оценки соотношения активности на этих рынках необходимо определить некоторую величину, которая принимала бы в предельных случаях полностью первичного рынка и максимально возможного вторичного некоторые фиксированные значения, желательно 0 и 1. Кроме того, поведение такой величины в промежуточных ситуациях должно поддаваться несложной интерпретации. В качестве этого параметра можно использовать отношение текущего объема открытых позиций на конец торговой сессии, выраженного в количестве контрактов, к суммарному обороту контракта данной серии с начала его допуска к торгам до момента рассмотрения. В этом случае можно записать следующее выражение:

$$K_i = \frac{N_{i-1} + n_i}{M_{i-1} + m_i}; K_{i-1} = \frac{N_{i-1}}{M_{i-1}},$$

где  $N_{i-1}$  — объем открытых позиций на момент окончания  $(i-1)$ -й торговой сессии;  $M_{i-1}$  — суммарный оборот рынка контракта данной серии с начала его допуска к торгам до момента окончания  $(i-1)$ -й торговой сессии;  $n_i$  — изменение объема открытых позиций по

результатам  $i$ -й торговой сессии;  $m_i$  — оборот рынка контракта данной серии за период  $i$ -й торговой сессии;  $K_i$  и  $K_{i-1}$  — величины, характеризующие соотношение активности первичного и вторичного рынков фьючерсных контрактов данной серии на момент окончания  $i$ -й и  $(i-1)$ -й торговых сессий, соответственно.

Очевидно, что данные величины при любом состоянии рынка должны удовлетворять следующим неравенствам:

$$M_{i-1} \geq N_{i-1} \geq 0; m_i \geq 0;$$

$n_i$  может принимать как положительные, так и отрицательные значения, при этом всегда выполняется соотношение  $n_i \leq m_i$ .

Рассмотрим поведение величины  $K_i$  в предельных случаях полного доминирования первичного и вторичного рынков, а также в промежуточных ситуациях.

1. Полное отсутствие вторичного рынка. На рынке происходит только открытие новых позиций и отсутствуют операции по передаче или взаимному закрытию ранее открытых позиций. Это означает, что в каждый момент времени объем открытых позиций равен обороту, выраженному в контрактах. Очевидно, что отношение  $N_i/M_i$  — постоянно и равно 1.

2. Максимально возможная активность на вторичном рынке, выражающаяся в том, что при значительных оборотах объем открытых позиций к окончанию каждой торговой сессии оказывается равным нулю. Характерное отношение  $N_i/M_i = 0$ .

3. Начиная с некоторого момента  $i$  на рынке заключаются только контракты, ведущие к увеличению объема открытых позиций. Очевидно, что в этом случае  $m_i = n_i$ . При этом легко показать, что  $(N_{i-1} + n_i)/(M_{i-1} + n_i) \geq N_{i-1}/M_{i-1}$  для любого  $n_i$ . То есть  $K_i$  испытывает рост в сторону максимально возможного значения — единицы.

4. Начиная с некоторого момента  $i$  доминируют операции, ведущие к взаимному прекращению ранее существовавших обязательств. В этом случае интересующая нас величина меняется по закону  $(N_{i-1} + n_i)/(M_{i-1} + m_i)$ , где  $n_i$  принимает отрицательные значения, а  $m_i$  — положительные. Следовательно,  $K_i < K_{i-1}$  при любых значениях  $m_i$ , т.е. падает по направлению к минимально возможному значению — нулю.

5. Начиная с некоторого момента на рынке совершаются только операции, ведущие к передаче ранее существовавших обязательств одних лиц другим. В этом случае объем открытых позиций не меняется,  $n_i = 0$  и  $K_i$  меняется по закону  $(N_{i-1})/(M_{i-1} + m_i)$ , т.е. падает по направлению к минимально возможному значению — нулю, но более медленно по отношению к предыдущей ситуации.

6. Последняя из возможных независимых (не приводимых к рассмотренным ранее) рыночных ситуаций характеризуется ростом объема открытых позиций ( $n_i > 0$ ) и одновременным значительным оборотом контрактов, не связанным с появлением новых обязательств ( $m_i > n_i$ ). Нетрудно показать, что на таком рынке величина  $K_i > K_{i-1}$  в случае выполнения соотношения  $n_i/m_i > N_{i-1}/M_{i-1} = K_{i-1}$ ;  $K_i = K_{i-1}$  при условии  $n_i/m_i = N_{i-1}/M_{i-1} = K_{i-1}$  и  $K_i < K_{i-1}$ , если  $n_i/m_i < N_{i-1}/M_{i-1} = K_{i-1}$ . Это соответствует преобладанию первичного рынка, паритету первичного и вторичного и преобладанию вторичного рынка, соответственно. Интерпретировать данный результат довольно просто. Если за  $i$ -ю торговую сессию активность на первичном рынке была выше, чем за всю предыдущую историю торгов контрактом данной серии, то величина  $K_i$  растет, если ниже — падает, а если такая же — остается неизменной.

Таким образом, на основе анализа динамики величины  $K_i$  можно сделать обоснованный вывод о доминировании первичного или вторичного фьючерсного рынка. В случае если наблюдается снижение значения  $K_i$ , то доминирует вторичный рынок. Положительный

наклон свидетельствует о доминировании первичного рынка, а нулевой наклон наблюдается при отсутствии активности на рынке.

Теперь, опираясь на приведенные выше рассуждения, рассмотрим соотношение первичного и вторичного рынков в торговле серией контракта на курс доллара США, запущенной в обращение 16.05.2005 с исполнением 15.11.2005. За этот период было заключено 70 сделок за 40 торговых дней из 128 возможных на 430 340 контрактов (12 293 682 600 руб). На одну сделку приходилось в среднем 6147 контрактов на 175 624 037 руб. обязательств. На долю внесистемных сделок пришлось 95% денежного оборота. Эти данные в целом соответствуют интегральному портрету рынка.

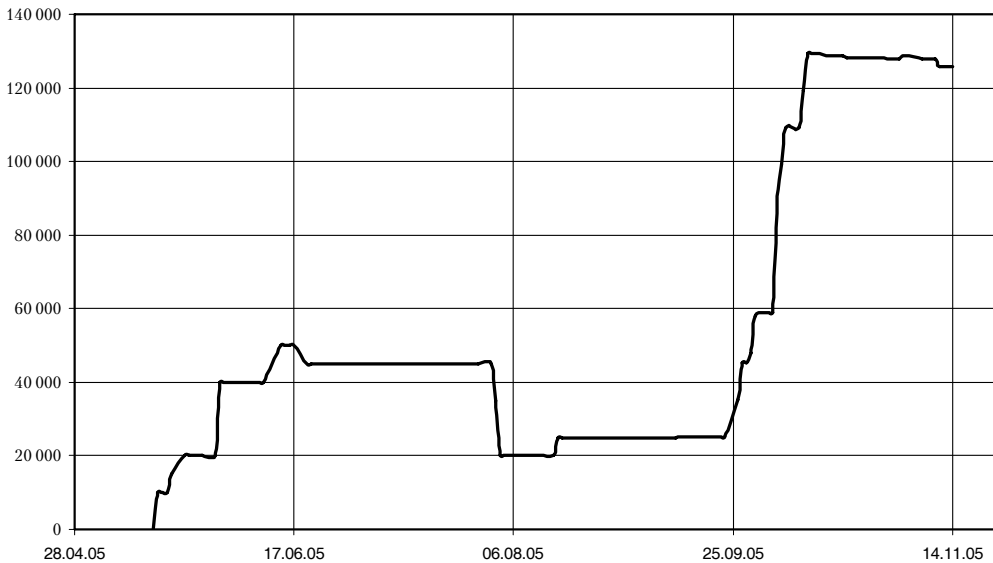


Рис. 1. Динамика объема открытых позиций по фьючерсному контракту на курс доллара США с исполнением 15.11.2005.

На рис. 1 представлена кривая, описывающая поведение объема открытых позиций. Она испытывает ряд максимумов. Первый связан с набором обязательств участниками и приходится на середину июня. Потом наблюдается длинный горизонтальный участок, связанный с отсутствием сделок, и резкое падение, связанное с взаимным закрытием позиций в начале августа. После очередного неактивного периода наблюдается резкий рост с конца сентября по середину октября, после чего вышедшая на максимум величина испытывает незначительные изменения вплоть до даты исполнения контракта. Абсолютным максимумом объема открытых позиций за период были 129 200 контрактов, в то время как на исполнение вышли 125 800 контрактов, или более 97% от зафиксированного максимального числа открытых позиций. Такое поведение не характерно для фьючерсных контрактов. Обычно объем открытых позиций испытывает максимум за несколько месяцев до истечения срока действия контракта, после чего к моменту исполнения достигает незначительной величины. Такое поведение объясняется закрытием большинством участников позиций и переходом значительной их части (лиц, осуществляющих рол-

лингвые стратегии хеджирования) на следующую по длительности серию контракта. В рассмотренном случае значительный рост оборота и объема открытых позиций контракта на январь наблюдается только после исполнения контракта 15 декабря.

Применив обоснованную выше методику, можно получить оценку изменения степени активности первичного/вторичного рынка К%. Данный результат представлен на рис. 2. Как видно из графика, до конца мая рынок является полностью первичным. До середины июня преобладают процессы, связанные с вторичным рынком и операциями по взаимному закрытию позиций. Можно отметить большое количество и продолжительность неактивных периодов. С конца сентября до середины октября доминируют операции первичного рынка, а далее, вплоть до исполнения контракта, преобладают операции вторичного рынка по передаче обязательств новым участникам, что становится очевидным из сравнения графиков на рис. 1 и рис. 2.

В целом можно сделать вывод, что, несмотря на наличие биржевых механизмов, на ММВБ сформировался типично внебиржевой сектор срочного рынка, причем только одного базового актива — доллара США. Для него характерны: большие объемы обязательств, приходящихся на одну сделку; малое количество сделок; крайне низкая ликвидность вторичного рынка; близкое к максимальному за период обращения количество контрактов, заканчивающихся исполнением. Можно констатировать, что отсутствие спекулятивной составляющей рынка снижает объективность ценообразования и ограничивает возможности лиц, хеджирующих валютные риски, по динамическому управлению ими.

В настоящее время срочный рынок в России наиболее активно и динамично развивается на Фондовой бирже РТС. Это так называемый рынок FORTS, начало которому было

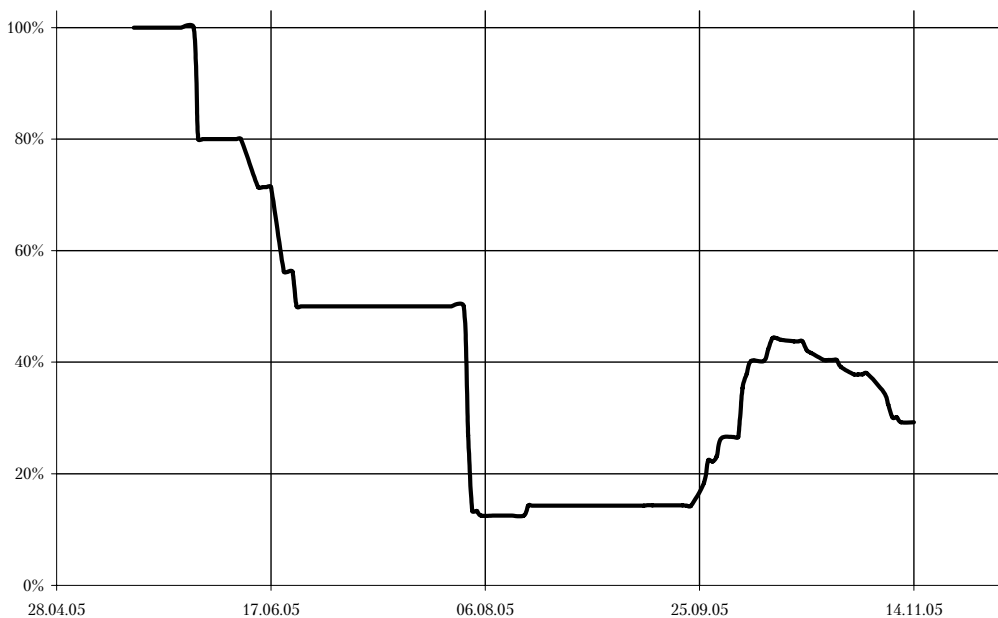


Рис. 2. Динамика степени активности первичного/вторичного рынка контракта на доллар США с исполнением 14.11.2005.

положено открытием в 1993 г. секции срочного рынка на Бирже «Санкт-Петербург» (в то время — Товарно-фондовой биржи). До кризиса 1998 г. на бирже обращались многочисленные контракты на валютные и фондовые ценности. Необходимо отметить, что единственной биржевой площадкой в России, которая смогла исполнить все обязательства в период кризиса 1998 г. и ни на один день не прерывала проведение торгов на срочном рынке, является именно Биржа «Санкт-Петербург». В октябре 2001 г. бизнес по проведению торгов на срочном рынке, вместе со всеми разработками, технологиями и командой менеджеров, был передан Фондовой бирже РТС и получил название FORTS (российская система торговли фьючерсными контрактами и опционами). В настоящее время в обращении на этом рынке находится большое количество классов фьючерсных контрактов на различные базовые активы, имеющие финансовый характер. Среди них фондовый индекс RTS, акции ГК «Норильский никель», акции ОАО «ЛУКОЙЛ», акции РАО «ЕЭС России», акции ОАО «Сургутнефтегаз», акции РАО «Газпром», акции ОАО «Ростелеком», акции ОАО «Сбербанк России», цена портфеля трехлетних облигаций городского облигационного (внутреннего) займа Москвы, индекс доллара США. Изначально эти контракты являлись расчетными, за исключением контракта, который традиционно исполнялся поставкой пакета акций РАО «Газпром» и индексных контрактов. Однако к настоящему моменту все фьючерсные контракты, за исключением трех индексных, являются поставочными, т.е. исполняются физической поставкой базового актива. Вероятной причиной такой нетипичной для фьючерсного рынка ситуации является желание уйти от известной проблемы отнесения расчетных контрактов к сделкам пари, которые не подлежат судебной защите. В январе 2006 г. биржа анонсировала намерение запустить в обращение срочные контракты, имеющие принципиально новый для России характер. Это погодные фьючерсы на температуру и осадки. Такого рода инструменты существуют в ряде стран и активно используются как для хеджирования рисков предприятиями, результаты деятельности которых существенным образом зависят от природных условий, так и для извлечения спекулятивной прибыли. Еще одной особенностью фьючерсного рынка на РТС является поквартальное исполнение контрактов. Все даты исполнения приходятся на середину (15-е число или ближайший рабочий день после него) последнего месяца в квартале — марта, июня, сентября и декабря.

В рамках FORTS активно идет процесс развития рынка опционов. В настоящее время достаточно активно заключаются сделки с call и put опционами американского стиля на ряд фьючерсных контрактов. Данный сегмент пока не доминирует, но уже оказывает заметное влияние на рынок в целом.

Для того чтобы выявить особенности торговли на фьючерсном рынке FORTS, проведем исследование его интегральных (по всем классам и сериям фьючерсных контрактов) характеристик за период с начала мая и до конца 2005 г., как уже было проделано выше для фьючерсного рынка ММВБ. Как подчеркивалось ранее, в обращении находилось 10 классов фьючерсных контрактов. Каждый класс был представлен несколькими сериями контрактов, отличающихся датами исполнения обязательств. Как правило, глубина класса по сериям составляла полгода, что определялось одновременным обращением контрактов двух серий. В ряде случаев число серий в обращении доходило до четырех, а глубина — до 1 года.

За весь рассматриваемый период сделки заключались с каждой серией каждого из представленных на торгах классов контрактов. Не отмечено ни одной торговой сессии из 171 без сделок. Всего было зафиксировано 1 313 364 сделки или в среднем по 7680 за торговую сессию. Учитывая, что время торговли определено биржей с 10.30 до 18.45, нетрудно подсчитать количество сделок (~15) в минуту. Всего было заключено 34 914 128 контрактов,



суммарная стоимость обязательств которых составила 515 616 041 278 руб. Таким образом, в среднем в рамках одной сделки заключалось 27 контрактов на 392 592 руб.

Так же как и в случае ММВБ, в соответствии с правилами торгов FORTS возможно заключение внесистемных сделок, которые обозначены как адресные. К сожалению, РТС не предоставляет в открытом доступе информацию, которая могла бы позволить оценить долю таких сделок в общем объеме торгов. Однако по косвенным признакам (большому количеству сделок, малому объему обязательств, приходящихся на одну сделку, и др.) можно сделать вывод о том, что они не определяют ситуацию на торгах.

Сравнение результатов торгов на двух ведущих российских биржах позволяет сделать вывод, что в отличие от ММВБ рынок FORTS является типичным биржевым. По количеству сделок он обгоняет ММВБ почти на 3 порядка. Подтверждением данного вывода служит и существенно меньший объем как количества контрактов, так и денежной стоимости обязательств, приходящихся на одну сделку. При этом необходимо отметить, что по абсолютным характеристикам оборота (количеству контрактов и денежной оценке обязательств) результаты, показанные на обеих биржах, имеют один порядок величины. Это особенно впечатляет с учетом того, что на ММВБ, в отличие от РТС, торговались фьючерсные контракты только одного класса.

Одной из особенностей раскрытия информации на рынке FORTS является то, что объем открытых позиций предоставляется в виде количества позиций, а не количества контрактов, как на ММВБ. Очевидно, что для сопоставимости данных на этих биржах необходимо объем открытых позиций на FORTS разделить на два. Что касается объема открытых позиций на рынке FORTS, то за период с мая по конец декабря 2005 г. его величина, суммированная по всем классам и сериям фьючерсных контрактов (без учета опционов), была достаточно стабильна и составляла примерно 500 000 контрактов на конец торговой сессии.

Для того чтобы подтвердить вывод о типично биржевом характере торгов на рынке FORTS, рассмотрим развитие ситуации для одной из типичных серий фьючерсного контракта, торгуемого на РТС. В качестве такого контракта выберем фьючерс на поставку акций ПАО ЕЭС, который был запущен в обращение 15 июня 2005 г. и исполнен 15 декабря того же года. Данный класс контрактов является лидером по ликвидности если не в части объемов, то по количеству заключаемых сделок. За период обращения была заключена 298 981 сделка с этими контрактами внутри 124 торговых дней (2400 сделок в день) из 130 возможных на 6 737 523 контракта (74 402 419 526 руб.). На одну сделку приходилось в среднем 23 контракта на 248 853 руб. обязательств. Эти данные в целом соответствуют интегральному портрету рынка. Наглядно процессы развития контракта могут быть продемонстрированы в форме графика изменения объема открытых позиций, представленного на рис. 3.

Величина объема открытых позиций приведена в форму, сравнимую с показателем на ММВБ. Вплоть до конца августа активность на рынке данного контракта крайне низка. Начиная с 25 августа наблюдается резкий рост объема открытых позиций, связанный с приближающимся исполнением контракта на поставку акций ПАО ЕЭС 15 сентября. Одновременно происходит столь же резкое снижение данного показателя для исполняемого контракта. Дальнейшие изменения могут быть связаны с колебаниями рыночной конъюнктуры. Примерно за 3 недели до исполнения контракта объем открытых позиций испытывает резкое падение с одновременным столь же значительным их ростом для следующего по времени поставки контракта. Всего на исполнение вышли 13 592 контракта, которые составили 7% от максимального зафиксированного значения объема открытых позиций данной серии на конец торгового дня.

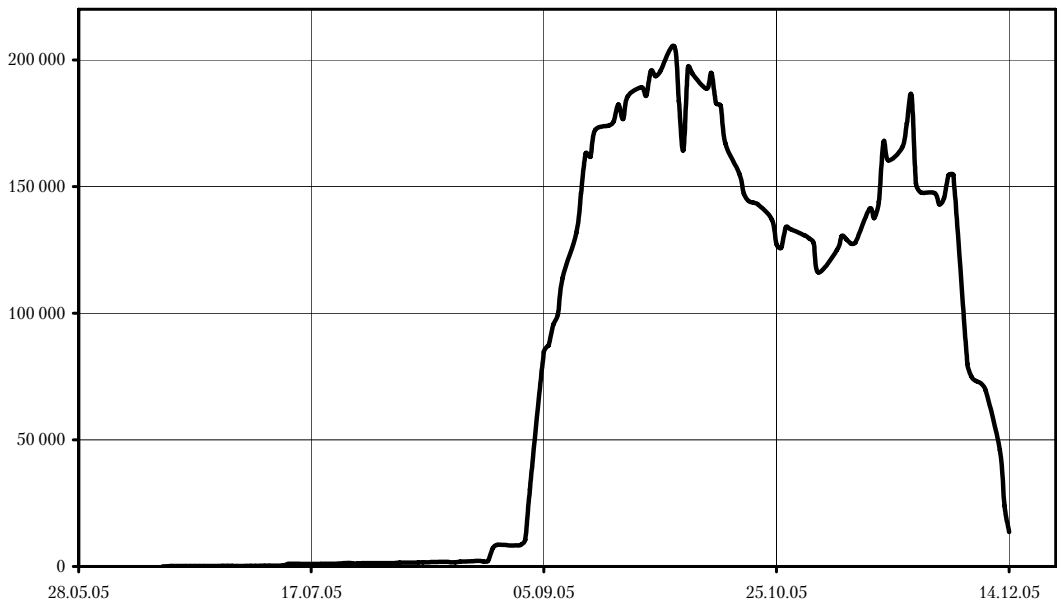


Рис. 3. Динамика объема открытых позиций по фьючерсному контракту на поставку акций РАО ЕЭС с исполнением 15.12.2005.

Сравнение результатов торговли для одного контракта на рынке FORTS и ММВБ однозначно свидетельствует о биржевом характере первого и не биржевом второго. В пользу данного утверждения говорят значительно большая регулярность сделок и их частота и количество, а также небольшой объем обязательств, приходящийся на одну сделку на рынке FORTS. Кроме того, как видно на рис. 3, для контрактов, торгуемых на этом рынке, характерно типично фьючерсное поведение в части объема открытых позиций, когда на исполнение выходит ничтожно малое количество контрактов от общего числа заключенных. В данном случае таких контрактов еще относительно много, что можно объяснить их поставочным характером, позволяющим использовать такие фьючерсы в разнообразных арбитражных схемах с минимальным рыночным риском.

Применив обоснованную выше методику, можно получить оценку степени влияния первичного/вторичного рынка  $K\%$  для данной серии контракта. Этот результат представлен на рис. 4. Как видно из графика, с самого начала торгов доминирующими на рынке являются операции вторичного обращения. Единственный период, когда на рынке первичные операции определяют ситуацию, является период с 24 августа по 2 сентября. Интересно отметить, что, в отличие от графика на рис. 3, график  $K\%$  испытывает не два, а один выраженный максимум. Данный результат свидетельствует о том, что, несмотря на общий рост объема открытых позиций, в период с 3 по 23 ноября на рынке доминируют процессы, связанные с передачей и закрытием существующих позиций. В «предпоставочный» трехнедельный период график испытывает резкое ускорение снижения, подтверждающее, что в это время происходит массовое закрытие открытых ранее позиций.

Подводя итог проведенного исследования, можно сказать, что на данный момент в России сформировался срочный рынок, представленный двумя сегментами, характеризующимися примерно одинаковыми объемами обращающихся на них обязательств.

Один из них является типично внебиржевым рынком с редкими договорными сделками, характеризующимся большим объемом обязательств. Данный рынок сформировался на ММВБ и представлен исключительно фьючерсными контрактами на курс доллара США. Очевидно, что такая парадоксальная ситуация (доминирование внебиржевого рынка на бирже) не имеет перспектив стабильного существования в течение длительного периода времени. В такой ситуации участники рынка испытывают только недостатки биржевого фьючерсного рынка в виде дополнительных, по отношению к внебиржевому форвардному рынку, затрат на открытие и поддержание позиций, но не могут воспользоваться его преимуществами в виде высокой ликвидности, возможности досрочного закрытия позиции и рыночного ценообразования. Механизмы гарантии исполнения обязательств, реализуемые на бирже через начальную и вариационную маржу, не столь важны для форвардного рынка, на котором дилеры гарантируют исполнение обязательств своей высокой кредитоспособностью. Возможны два пути развития ситуации. Первый — ММВБ выделяет этот бизнес в самостоятельный внебиржевой рынок финансовых форвардных контрактов, потребность в которых в современной экономике России весьма высока. Второй — формирование настоящего фьючерсного рынка с привлечением на него большого числа мелких участников — спекулянтов, основная роль которых сводится к поддержанию высокой ликвидности. Ресурсом для построения спекулятивной составляющей рынка могли бы стать многочисленные спекулянты, которые в настоящее время

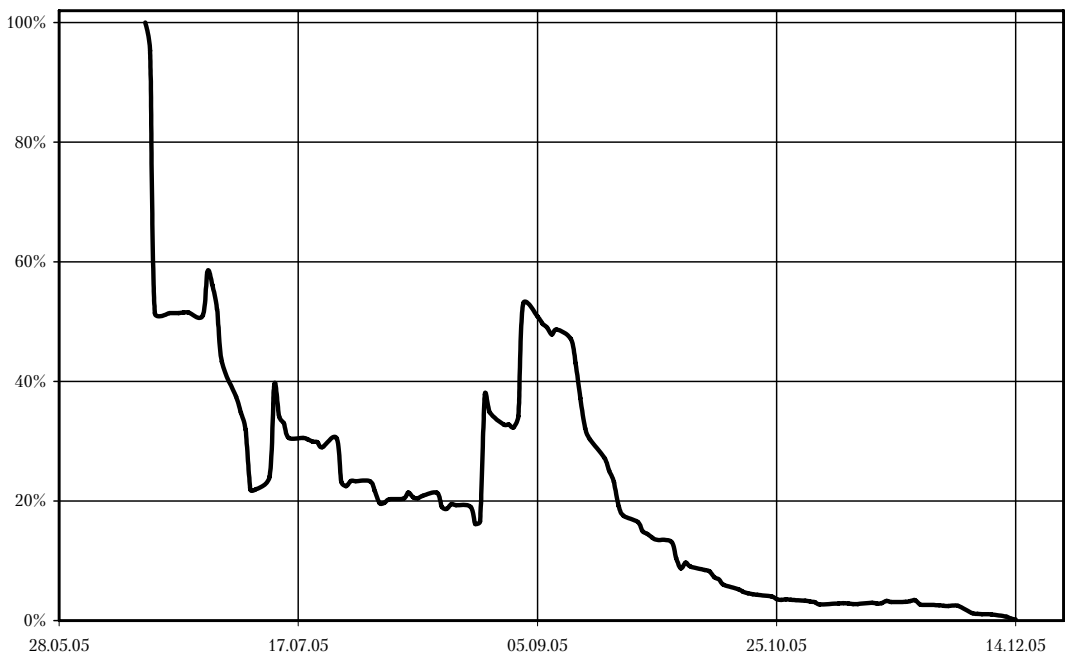


Рис. 4. Динамика степени активности первичного/вторичного рынка контракта на поставку акций РАО ЕЭС 15.12.2005.

активно работают на рынке FOREX. Для их привлечения необходимы значительные административные, финансовые и интеллектуальные ресурсы, которые есть у крупнейшей биржи России. Не исключено, что процедура выделения форвардного рынка состоится в любом случае, поскольку для крупных участников такой рынок представляется предпочтительным. Оба сегмента не являются конкурентами, но дополняют друг друга в плане возможностей и условий заключения сделок.

В декабре 2005 г. руководство ММВБ на официальном сайте биржи объявило о планах запуска в обращение срочных инструментов на фондовые ценности. Результаты такой попытки представляются неопределенными. С одной стороны, ММВБ — это биржа, на которую приходится основная доля оборота реального рынка фондовых инструментов в России, что является серьезным конкурентным преимуществом. С другой стороны, наличие ряда упоминаемых выше конфликтных моментов в истории развития рынка и неудавшаяся попытка восстановления этого сегмента после кризиса свидетельствуют не в пользу успешной реализации данного проекта.

Вторым сегментом срочного рынка в России является динамично развивающийся биржевой рынок, характеризующийся большим разнообразием базовых активов и инструментов на нем обращающихся. Центром развития в России является рынок FORTS на базе Фондовой биржи РТС.

---

<sup>1</sup> Селивановский А., Азимова Л. Вопросы формирования законодательства о производных финансовых инструментах // Рынок ценных бумаг. 2003. № 19. С. 48–56; Уткин В. О новой концепции закона «О производных финансовых инструментах» // Рынок ценных бумаг. 2005. № 17. С. 27–30; Селивановский А. Некоторые замечания о дискуссии о законодательстве о деривативах // Рынок ценных бумаг. 2005. № 22. С. 52–58.

<sup>2</sup> Белитский А. Структурные продукты на российском финансовом рынке // Рынок ценных бумаг. 2005. № 7. С. 34–36; Замолоцких С., Ефимчук И. Новые возможности опционного рынка FORTS // Рынок ценных бумаг. 2005. № 7. С. 27–31.

<sup>3</sup> Соловьев П. Российские биржи на рынке производных финансовых инструментов // Рынок ценных бумаг. 2004. № 1–2. С. 32–37; Меркурьев П. Развитие российского рынка деривативов: итоги 2004 г. // Рынок ценных бумаг. 2005. № 7. С. 23–26.

<sup>4</sup> Данные официальных интернет-порталов бирж: (micex.ru; rts.ru; spbex.ru; spcex.ru); (spbfe.futures.ru).

Статья поступила в редакцию 20 апреля 2006 г.