

БИРЖЕВОЙ РЫНОК РИСКА

Елена Кузнецова

Российский биржевой рынок переживает не лучшие времена: интенсивное развитие в 1993--95 гг. валютных фьючерсов сменилось вялотекущим функционированием нескольких бирж, "оставшихся в живых", но эта грустная картина, на наш взгляд, не говорит об отсутствии перспектив у российских бирж, напротив, это лишь промежуточный этап их поступательного развития. В нашей статье мы попытаемся ответить на два вопроса: во-первых, каковы основные интересы операторов рынка при торговле срочными биржевыми инструментами, и, во-вторых, что препятствует их широкому использованию в практической деятельности.

Основными предпосылками развития срочной биржевой торговли, сложившимися к настоящему моменту в нашей стране, являются:

- существование структурированного финансового рынка;
- аккумуляция значительных финансовых ресурсов коммерческими банками;
- необходимость распределения финансовых и ценовых рисков между экономическими агентами;
- наличие рыночного механизма ценообразования на подавляющее большинство биржевых товаров;
- наличие у многих товарных бирж и биржевых посредников опыта работы со срочными валютными контрактами.

В то же время, разнообразие типов и видов срочных биржевых инструментов ограничивается, в основном, фьючерсными контрактами на курс доллара США к рублю и на цену ГКО, что связано с большей определенностью и прозрачностью соответствующих спот-рынков, а также потребностями участников рынка в высоковолатильных инструментах краткосрочных финансовых спекуляций. Срочный биржевой рынок пока не стал местом, где крупные операторы хеджируют свои финансовые риски.

Чтобы оценить роль биржи в страховании рисков, определим их основные виды. Как известно, финансовый риск как таковой является отражением неопределенности и непредсказуемости результатов деятельности, обусловленных изменениями цен на товары, валютных курсов, процентных ставок, а также политическими решениями. В связи с этим можно выделить:

- **риск стороны по сделке.** Этот риск для кредиторов выступает в виде риска заемщика, для поставщиков товаров -- в виде риска неоплаты, для покупателей -- в виде риска непоставки;
- **риск процентной ставки.** Процентный риск для заемщика возникает вследствие возможного падения рыночной процентной ставки по привлеченным ресурсам, что влечет за собой повышение стоимости займа. Процентный риск для кредитора возникает из-за возможного роста рыночной процентной ставки по размещенным

денежным ресурсам, следствием чего является уменьшение процентного дохода от операции;

- **ценовой риск**, который выражается в возможности неблагоприятного изменения цен в будущем. Для покупателей товаров речь идет о возможном падении цен по сравнению с сегодняшним уровнем, тогда как для продавцов -- наоборот;
- **валютный риск**. Валютный риск -- это риск ревальвации национальной валюты, в которой оценивается экономический результат деятельности. Предметом валютного риска служат собственные средства и прибыль экономического агента;
- **риск ликвидности**. Привлекая заемные средства, предприятие всегда стоит перед риском оказаться неспособным удовлетворить требования кредиторов и обнаружить свою неплатежеспособность. Именно в этом выражается риск ликвидности, величина его определяется структурой пассивов и активов предприятия;
- **системный риск**. Этот риск, называемый также страновым, состоит в том, что при неблагоприятных политических, экономических и законодательных изменениях инвестор может потерять как доход, так и сам капитал. Риск определяется прежде всего состоянием экономики, размером государственного долга и политической стабильностью в стране. Системный риск, как и риск заемщика, оценивается с помощью системы международных рейтингов (рейтинги агентств Standard & Poor's и Moody's), присваиваемых в случае оценки системного риска правительствам. Однако не все правительства имеют этот рейтинг. Россия, где системный риск очень высок и останется таковым в ближайшее время, лишь недавно получила достаточно низкий рейтинг (BB-). Оценка этого риска на внутреннем и мировом финансовых рынках отражается в низкой цене и высокой доходности российских государственных ценных бумаг в долларах США (спред по российским еврооблигациям по отношению к T-bonds составляет около 400 базисных пунктов), а также в более высоком уровне рентабельности на внутреннем рынке по сравнению с мировым. Однако внутреннему инвестору с ограниченными возможностями международной диверсификации инвестиционного портфеля прежде всего следует сосредоточиться на том, как управлять средствами на внутреннем рынке.

Система причинно-следственных связей в экономике трансформирует один вид риска в другой. Примером может служить нефтяной рынок, где динамика цен во многом определяется политическими решениями стран-экспортеров. Таким образом, котируемые в промышленно развитых странах нефтяные фьючерсы являются фьючерсами на состояние международных отношений между промышленно развитыми странами и странами -- экспортерами нефти, трансформируя политический риск в ценовой.

Трансформация политического риска в валютный происходит на российском валютном рынке, где основным оператором является Центральный банк. Именно от его действий и от политических решений правительства зависит динамика валютного курса и, следовательно, фьючерсного валютного рынка.

Совершенно очевидно, что вероятная величина дохода и величина риска находятся в прямой зависимости. Теория эффективности рынка гласит, что если предприятие исключает все риски из своей деятельности, то оно может рассчитывать лишь на доход, сопоставимый по величине с доходностью государственных ценных бумаг, выпущенных правительством

This document was created by Unregistered Version of Word to PDF Converter

высшей категории надежности, или же с величиной ставки Libor, если речь идет о коротком промежутке времени.

Исключение всех рисков из деятельности компаний невозможно по четырем причинам.

Во-первых, даже если бы это было теоретически возможным, то экономические результаты деятельности, выраженные в невысоких показателях, не удовлетворили бы ни одного собственника. В этом случае он бы предпочел обладать не акциями предприятия, а первоклассными государственными долговыми обязательствами, которые полностью ликвидны.

Во-вторых, любой хозяйствующий субъект, принадлежащий к конкретной отрасли экономики (или, в случае диверсификации, имеющий в своей структуре преобладание предприятий той или иной отрасли), не в состоянии застраховаться от долгосрочного неблагоприятного изменения конъюнктуры в этой отрасли и даже ее полного исчезновения.

В-третьих, не существует финансовых инструментов, позволяющих застраховать системный риск, а также ценовые риски по небиржевым товарам. Риск ликвидности баланса страхуется также с большим трудом.

В-четвертых, руководители предприятий стараются избегать только тех рисков, которые являются для них внешними (объективными) и, следовательно, неуправляемыми. Напротив, способности руководителя компании определяются его успехами в управлении подвластными ему рисками на уровне предприятия.

Большой оборот срочных инструментов, являющихся чистым продуктом финансового рынка, свидетельствует о развитости обменных отношений в области управления риском. Одни хозяйствующие субъекты отказываются от риска вероятного получения дополнительного дохода, приобретая взамен повышение управляемости своим финансовым состоянием. Другие, приобретая риск, приобретают и ожидание дохода. Иногда специализация субъекта в экономике состоит исключительно в управлении рисками. Срочные финансовые инструменты позволяют решить проблему трансферта рисков.

В случае с *форвардными и фьючерсными контрактами* вероятность убытков обменивается на вероятность выигрыша без немедленной уплаты цены риска покупателем продавцу. Однако эта цена уже заложена в цену исполнения контракта, которая считается одинаково вероятной и обоснованной обеими сторонами. Возможна ситуация, когда одной из сторон она кажется менее обоснованной, чем второй, но, тем не менее, сделка совершается. В таком положении находится хеджер, которому кажется маловероятным неблагоприятное для него изменение цены, но он идет на совершение кажущейся невыгодной фьючерсной сделки, желая полностью или частично застраховать свой финансовый риск.

В случае с *опционом* сделка купли-продажи риска осуществляется в чистом виде, поскольку вероятность как выигрыша, так и проигрыша отражается на величине премии.

Таким образом, в современной экономике биржа является *рынком риска*, на котором:

- осуществляется его трансферт;
- устанавливается его цена;
- обеспечивается его ликвидность.

Однако в настоящее время обороты российских бирж не в полной мере позволяют использовать биржевые площадки как рынки торговли рисками. Развитие срочной биржевой торговли затормозилось в связи с рядом обстоятельств. Объемы торгов валютными фьючерсами резко снизились из-за введения валютного коридора. Но и до этого момента крупные банки, являющиеся основными операторами финансового рынка, использовали срочные биржевые инструменты только как спекулятивный актив, а не в качестве средства хеджирования. Снижение волатильности рынка привело к тому, что и мелкие спекулянты потеряли интерес к этим инструментам. В то же время потребность в хеджировании очень велика, о чем говорят объемы межбанковского валютного форвардного рынка -- около 400 миллионов долларов ежедневно. Такой оборот вполне мог покрыть срочный биржевой рынок, если бы были решены вопросы налогообложения биржевых операций и разработаны системы гарантий.

Отметим, что действующее налоговое законодательство в части налогообложения операций с финансовыми инструментами не поощряет широкое использование фьючерсных контрактов. Так, имеющееся противоречие между налогообложением доходов по срочным операциям с ГКО (с одной стороны, затраты по хеджированию нельзя отнести на себестоимость, с другой стороны, выигрыш по хеджу облагается налогом на прибыль) и налогообложением самих ГКО приводит к крупным расходам по страхованию рисков.

Как рынок риска биржа представляет интерес для финансовых институтов и различных компаний в той мере, в которой она позволяет устранить риск стороны по сделке так, чтобы, проводя операции с биржевыми срочными инструментами, в отличие от небиржевых, операторы рынка торговали лишь ценовыми, процентными, валютными рисками. Эта особенность биржи как финансового института должна быть обусловлена, во-первых, структурной самостоятельностью организации, осуществляющей расчеты по биржевым сделкам, -- расчетной палаты, и, во-вторых, наличием многоуровневой системы гарантий расчетной палаты, обеспечивающей финансовую безопасность проведения биржевых сделок.

В общем виде **система финансовых гарантий** должна включать:

- *критерии членства в Расчетной палате*, учитывающие кредитное имя фирмы, претендующей на членство, размер ее капитала, наличие необходимых лицензий и сертификатов;
- *требования по начальной, вариационной и дополнительной маржам*. Начальная маржа обеспечивает возможность открытия позиций биржевыми торговцами или их клиентами; *вариационная маржа* обеспечивает поддержание открытых позиций при изменении фьючерсных или опционных цен; *дополнительная маржа* вводится расчетной палатой в случаях резкого усиления волатильности рынка, превышения установленных лимитов на объемы открытых позиций или доминирования позиций отдельных игроков на биржевом рынке;
- *гарантийные фонды*, формируемые членами расчетной палаты для сохранения финансовой устойчивости биржевого рынка в кризисных ситуациях, связанных с сильными ценовыми колебаниями либо несостоятельностью отдельных игроков;
- *требования по уровню ликвидности залоговых средств и гарантийных фондов*. Эти требования включают определение состава средств, которые могут использоваться в качестве обеспечения открытых позиций, а также соотношения денежной и иной

This document was created by Unregistered Version of Word to PDF Converter

составляющих гарантийных фондов и залоговых средств. К последней могут быть отнесены государственные ценные бумаги, банковские гарантии и поручительства. Принятие в качестве гарантий векселей, акций различных компаний, товарных ценностей и др. ослабляет устойчивость расчетной палаты и, следовательно, сопряжено с риском. Оценка "неденежной" составляющей должна проводиться таким образом, чтобы в качестве гарантийного покрытия использовалась только часть стоимости ценных бумаг. Естественно, увеличение доли ценных бумаг в структуре залоговых средств и гарантийных фондов благоприятно отражается на ликвидности и объеме операций с фьючерсами и опционами, делая этот рынок более представительным в смысле ценообразования и удобным для хеджирования. В этой связи невозможность использования ГКО в качестве залогового обеспечения по открытым позициям представляется определенным тормозом для развития срочного рынка. Одной из надежных биржевых площадок в части проработки системы гарантий является ММВБ, но излишняя утяжеленность этой системы удорожает проведение биржевых операций, что тормозит развитие рынка;

- *лимиты на величину открытых позиций*, устанавливаемые расчетной палатой и призванные оградить рынок от необоснованного манипулирования отдельными игроками, а также от их возможной финансовой несостоятельности;
- *лимиты дневного изменения цен биржевых инструментов*, определяемые расчетной палатой для снижения вероятности непредсказуемого изменения цен на биржевом рынке.

Кроме того, важным является вопрос эффективности системы расчетов по заключаемым на бирже сделкам, что выражается в величине маржевых требований по открытым позициям и особенностях учета синтетических позиций, включающих фьючерсы и опционы различных типов.

Разумеется, сложный механизм системы гарантий не был бы полноценным без связи с крупными и надежными банками, аккумулирующими залоговые средства и обеспечивающими оперативное исполнение платежей, включая депозитарную деятельность. Надежность системы еще более увеличивается, если в структуре расчетной палаты задействован не один, а несколько расчетных банков, имеющих устойчивую финансовую репутацию. Слабая разработанность системы гарантий некоторых московских биржевых площадок, а также невыполнение одного или нескольких требований, вытекающих из принципов организации срочного биржевого рынка, явились причинами финансовых крахов их участников и ослаблением позиций бирж в России.

Таким образом, решение проблем, касающихся государственного регулирования, и усилия, предпринимаемые самими биржами и участниками биржевой торговли, позволят бирже как институту управления рисками занять соответствующее место в российской финансовой системе.