

**САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ**

На правах рукописи

**ДАРУШИН ИВАН АЛЕКСАНДРОВИЧ**

**ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ СРОЧНОГО РЫНКА  
В УПРАВЛЕНИИ ЦЕНОВЫМИ РИСКАМИ**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Санкт-Петербург

2003

Диссертация выполнена на кафедре финансов в Санкт-Петербургском Государственном Университете Экономики и Финансов

Научный руководитель

доктор экономических наук,  
профессор Воронова  
Наталья Степановна

Официальные оппоненты

доктор экономических наук,  
профессор Воронцовский  
Алексей Владимирович

кандидат экономических наук  
Соломин Олег Николаевич

Ведущая организация

Санкт-Петербургский  
Государственный Университет  
Авиакосмического Приборостроения

Защита состоится « 3 » июня 2003 г. в 15 часов на заседании диссертационного совета Д212.232.36 по защите диссертаций на соискание ученой степени доктора экономических наук при Санкт-Петербургском государственном университете по адресу: 191123, Санкт-Петербург, ул. Чайковского, 62, экономический факультет СПбГУ, ауд. 415.

С диссертацией можно ознакомиться в Научной библиотеке им. М. Горького Санкт-Петербургского государственного университета (199034, Санкт-Петербург, Университетская набережная, 7/9)

Автореферат разослан « 3 » мая 2003 года.

Ученый секретарь  
диссертационного совета,  
доктор экономических наук,  
профессор

Ковалев В.В.

2003-А  
8193

## 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Проведение экономических преобразований в России создало условия для появления многих инфраструктурных элементов развитой рыночной экономики, в том числе и в финансовой сфере. При этом часть зарождающихся институтов рынка возникала по объективным причинам и служила для обеспечения нормального функционирования соответствующего сектора экономики. В то же время в процессе формирования рыночной инфраструктуры появились такие рыночные институты, функционирование которых является нормой для развитой экономики, но не было объективно предопределено сложившимися к моменту их появления в России деловыми отношениями.

Одним из примеров такого экономического института является российский срочный рынок, который появился в начале 90-х годов и служил преимущественно источником получения высоких спекулятивных прибылей, не выполняя своих основных функций. В настоящее время российский срочный рынок все еще находится в стадии становления, но уже существует достаточно широкий круг участников и сложившаяся инфраструктура. Самым же важным результатом его развития является то, что появилась возможность управления уровнем потенциально опасного ценового риска путем его хеджирования с помощью финансовых инструментов срочного рынка.

При осуществлении коммерческой деятельности предприятия ежедневно сталкиваются с возможностью изменения одной или нескольких финансовых цен, способных оказать влияние на их финансовое состояние. С точки зрения эффективного функционирования организации ценовые риски оказывают влияние на текущую деятельность, что выражается в трансформации доходов и расходов фирмы и изменении финансовых показателей, а также на конечные результаты деятельности. В общем случае фирма подвержена ценовому риску, если в результате влияния одной или нескольких товарных или финансовых цен изменяется (либо потенциально может измениться) стоимость фирмы, ее реальные денежные потоки, выручка, доля фирмы на конкурентном рынке. Данное влияние распространяется не только на саму фирму, но также и на других участников экономического оборота, заинтересованных в результатах деятельности экономического субъекта. Высокий уровень ценовых рисков, присущий российской развивающейся экономике, заставляет использовать возможности, предоставляемые срочными инструментами финансового рынка по управлению уровнем ценовых рисков.

**Степень изученности проблемы.** Изучением теоретических основ функционирования срочного рынка занимались такие классики экономической теории, как Дж. М. Кейнс, Дж. Р. Хикс, Н. Калдор. Их труды, а также труды У. Колба, Дж. Ф. Маршалла, В.К. Бансала, Ш. Де Ковни, К. Такки, Д. Мэрфи, У. Шарпа и других зарубежных ученых, занимающихся вопросами функционирования финансовой системы и ее срочного сегмента, составили теоретическую основу исследования. Однако в развитых странах основное внимание уделяется вопросам ценообразования на срочном рынке и проблемам его информационной эффективности. При этом общие вопросы развития срочных рынков, не являясь актуальными для западных экономических систем, остаются вне поля зрения исследователей.

В работах российских экономистов А.Н. Буренина, А.И. Вострокнutowой, Н.С. Вороновой, А.В.Воронцовского, М.В. Романовского, В.И. Колесникова, В.А.Лялина, Т.Ю. Сафоновой, В.А. Галанова, Д.М. Михайлова, О.А. Кандинской, Б.Б. Рубцова достаточно широко рассматриваются особенности использования срочных инструментов на российском финансовом рынке, но многие вопросы, связанные с механизмом функционирования срочных сделок и их влияния на финансовую систему, остаются открытыми.

Названные обстоятельства обуславливают необходимость проведения комплексного исследования проблем функционирования финансовых инструментов управления ценовым риском, а также разработки на основе этого теоретических и практических аспектов применения таких инструментов российскими предприятиями, что предопределяет актуальность темы исследования и ее выбор.

**Цель и задачи исследования.** Целью настоящего исследования является комплексный анализ теоретических и практических аспектов развития рынка срочных финансовых инструментов для разработки методических основ их использования в управлении рисками коммерческой организации, а также разработка рекомендаций по выявлению и минимизации ценовых рисков, на основе анализа системы финансовых показателей хозяйствующего субъекта.

Для достижения поставленной цели в ходе диссертационного исследования необходимо решить следующие задачи:

- определить место и роль срочного рынка в финансовой системе, уточнить понятие срочной сделки;
- классифицировать риски коммерческого предприятия и уточнить место ценовых рисков в их системе;

- рассмотреть особенности функционирования срочного рынка как механизма минимизации ценовых рисков, а также систематизировать факторы и причины, определяющие современные направления развития срочного рынка;
- выявить социально-экономическую роль и функции рынка производных финансовых инструментов;
- проанализировать нормативно-законодательную базу функционирования срочных инструментов российского финансового рынка и оценить правовое положение форвардных, фьючерсных и опционных контрактов;
- проанализировать финансовую отчетность и систему учета коммерческого предприятия как источник информации для идентификации ценовых рисков;
- выявить влияние срочных сделок на систему финансовых и балансовых показателей коммерческого предприятия для оценки возможностей использования инструментов срочного рынка в хозяйственной практике.

**Объектом исследования** является срочный сегмент российского финансового рынка.

**Предметом исследования** выступают экономические отношения, возникающие в связи с использованием срочных контрактов для управления уровнем ценовых рисков.

**Теоретической и методологической основой диссертационного исследования** послужили:

- работы отечественных и зарубежных авторов, посвященные функционированию финансовой системы и срочного рынка как ее неотъемлемой части;
- основные положения теории финансов и теории срочного рынка;
- теоретические и методические основы проведения анализа финансово-хозяйственной деятельности предприятий;
- отечественная и зарубежная практика организации деятельности срочного сегмента финансового рынка;
- Гражданский и Налоговый Кодексы Российской Федерации, Федеральные законы, законы Российской Федерации, Постановления Правительства Российской Федерации, Банка России, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, Министерства финансов, Министерства Российской Федерации по налогам и сборам, Положения, Инструкции, Письма и Указания перечисленных ведомств в части, касающейся срочного рынка и его инфраструктуры.

В основе исследования лежит диалектический метод, предопределяющий изучение экономических явлений в их постоянном развитии и взаимосвязи. Применены современные методы исследования, такие, как системный экономический анализ решения задачи, методы научного наблюдения, сравнения, классификации и обобщения.

*Информационной базой исследования* послужили публикации в средствах массовой, экономической и научной информации; результаты научных и статистических исследований отечественных и зарубежных авторов; котировки срочных контрактов и итоговые отчеты о функционировании отечественного и зарубежных срочных рынков, публикуемые организаторами и регуляторами рынка, а также данные бухгалтерской отчетности коммерческой организации.

*Научная новизна.* Основными научными результатами, полученными соискателем, является следующее:

- на основании критического анализа взглядов отечественных и зарубежных ученых дано определение срочных сделок, учитывающее последние достижения финансовой науки;
- разработана теоретическая модель функционирования срочного рынка и установления общего рыночного равновесия, позволяющая оценить эффективность работы срочного сегмента финансового рынка;
- разработана система коэффициентов участия хозяйствующего субъекта в операциях срочного рынка, которая может использоваться в процессе финансового планирования деятельности организации, а также для оценки эффективности использования срочных сделок.

Проведенный анализ теории и практики совершения срочных сделок, нормативно-законодательной базы, регулирующей данный процесс в Российской Федерации, принципов организации мирового и российского срочных сегментов финансового рынка позволил получить следующие результаты, составляющие научную новизну исследования:

- классифицированы риски коммерческого предприятия, дана оценка значения риска изменения цены финансового актива в их системе;
- систематизированы факторы и причины, определяющие современные тенденции развития срочного рынка; проанализированы особенности функционирования срочного рынка, определено его место в финансовой системе;
- проанализировано текущее состояние и выявлены специфические виды рисков на российском срочном рынке,

- проведен комплексный анализ нормативно-законодательной базы функционирования финансовых инструментов срочных сделок на российском рынке, дана оценка правового положения основных срочных контрактов;
- выявлены особенности налогообложения, общие принципы и правила бухгалтерского учета на коммерческих предприятиях, использующих срочные сделки; приведен схематический план учета результатов деятельности на срочном рынке с использованием срочных инструментов;
- разработаны рекомендации по идентификации потенциально опасных ценовых рисков предприятия с целью обоснования решения о необходимости хеджирования основных финансовых сделок на срочном рынке; выявлено влияние срочных сделок на систему финансовых и балансовых показателей деятельности предприятия.

*Практическая значимость исследования* заключается в разработке основ комплексного изучения влияния срочных сделок на финансовое положение коммерческого предприятия, на финансовую систему в целом и апробации их прикладного применения при анализе развития срочных инструментов финансового рынка, а также в представлении рекомендаций по идентификации потенциально опасных ценовых рисков и оценке эффективности использования срочных инструментов для их снижения. Кроме этого, работа дает теоретически и практически обоснованный инструментарий для оценки возможностей коммерческого предприятия по участию в российском рынке производных финансовых инструментов.

*Апробация результатов исследования.* Основные положения работы прошли апробацию на сессиях профессорско-преподавательского состава, научных работников и аспирантов Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов, отдельные положения исследования предложены журналом «Рынок ценных бумаг» для участников фондового рынка в качестве методических рекомендаций. Основные положения и тезисы отражены в 8 публикациях автора диссертации общим объемом 3,5 п.л.

*Структура работы* Основная часть диссертационного исследования изложена на 161 странице машинописного текста. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка из 190 источников, включает 8 приложений, 10 таблиц, 6 рисунков и 3 диаграммы.

## 2. СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ.

Во введении обосновывается актуальность выбранной темы, рассматривается научная новизна, формулируются цель, задачи, объект и предмет исследования, его практическая и теоретическая значимость.

В первой главе – «Срочный рынок как элемент финансовой системы» – рассматриваются теоретические вопросы функционирования срочного рынка, факторы и причины развития рынка, уточняется определение срочных сделок, особое внимание посвящено анализу современных тенденций развития рынка, а также социально-экономическому положению срочного рынка в финансовой системе.

Логика развития хозяйственных отношений на современном этапе, когда в экономике действует большое количество взаимосвязанных рынков, глобализация, открытость и информатизация экономической системы позволяют утверждать, что изменение цены любого актива на любом из рынков в большей или меньшей степени оказывает влияние на положение любого субъекта экономических отношений.

Наличие ценового риска, определяемого как возможность отклонения будущей цены актива от ее ожидаемого значения, предопределяет осуществление экономическим субъектом специфической финансовой деятельности по оценке и управлению уровнем риска.<sup>1</sup>

Исходя из этого, совокупность финансовых операций, проводимых в финансовой системе, была разделена на операции, непосредственно обслуживающие движение денежных средств в процессе общественного воспроизводства, и вспомогательные операции, предназначенные для управления ценовым риском по основным операциям. Данное разделение обусловлено наличием специфического инструментария вспомогательных операций, особыми формами и методами использования денежных фондов при их осуществлении.

Вспомогательные операции связаны с ожиданиями участников экономической деятельности относительно будущего состояния экономической конъюнктуры, поэтому они представляют собой сделки по поводу будущей цены актива, то есть одним из признаков финансового инструмента, управляющего ценовыми рисками, является его срочность. По данному принципу все сделки, заключаемые в экономике, разделены на кассовые (спотовые), исполняемые непосредственно в момент заключения (или

<sup>1</sup> Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая и инженерия. – М.: Инфра-М, 1998. Стр. 145



из-за технических особенностей организации торговых систем в небольшой период времени), и срочные, исполняемые в будущем. В соответствии с данным разделением все пространство экономических отношений делится на спотовый рынок, на котором заключаются и исполняются кассовые сделки, и срочный рынок, на котором обращаются срочные контракты.

Кроме срочности, финансовые операции, обеспечивающие управление ценовым риском, обладают и другим важным свойством, которое связано с тем, что цена таких операций прямо связана с ценой актива, который составляет их базу. То есть такие инструменты являются производными по отношению к активу, ценовой риск по которому регулируется.

Таким образом, финансовый инструмент, предназначенный для управления рисками, обладает двумя важными признаками, позволяющими выделить его из совокупности всех финансовых операций – это срочность и производность.

В настоящее время среди отечественных исследователей и практиков рынка не существует единого мнения по поводу того, какой из указанных признаков является решающим, а также в вопросе о том, возможно ли однозначное толкование таких инструментов по функциональному признаку снижения риска. Принимая во внимание различные взгляды исследователей рынка, мы, тем не менее, считаем, что производность финансовых инструментов, использующихся в экономической практике для управления ценовыми рисками, является следствием их срочной природы. Что позволило нам следующим образом определить объект данного исследования: срочные сделки – это специфические инструменты финансового рынка, использующиеся для управления ценовыми рисками и основанные на будущей стоимости базового актива.

Исходя из того, что все риски, с которыми сталкивается предприниматель в своей деятельности, образуют взаимосвязанную систему, в процессе исследования был проведен ее анализ с целью определения места и роли ценовых рисков в общей их номенклатуре. Определяя риск как вероятность осуществления каких-либо нежелательных событий, мы разделили всю их совокупность в зависимости от стоимости какого-либо актива на ценовые, зависящие от флуктуации одной или нескольких цен, и неценовые, непосредственно не связанные с движением цен на рынках.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Ковалев В.В., Ковалев Вит. В. Финансы предприятий. – М: ООО «ВИТРЭМ», 2002. – стр. 77

Неценовые риски были разделены на внешние, определяемые экономической средой, и внутренние риски неправильного выбора поведенческих стратегий развития и функционирования предприятия.

К внешним неценовым рискам нами были отнесены страновой (суверенный) риск, политический и законодательный риски.

Неценовые внутренние риски условно были разделены на риски выбора и риски деятельности. К рискам выбора относятся производственный или бизнес-риск, отраслевой риск, проектный или инвестиционный риск, а также финансовый риск. К рискам деятельности относятся стратегический риск, нормативный риск и риск потери деловой репутации.

Основными видами ценовых рисков являются: процентный, валютный, кредитный, товарный, транзакционный риски, а также риск снижения покупательной способности денежной единицы.

Взаимозависимость и тесная связь рисков различной экономической природы проявляется в процессе управления их уровнем. Так, снижение уровня ценовых рисков, связанное с проведением специфических финансовых операций, усиливает влияние неценовых рисков, в первую очередь – финансового, стратегического и нормативного. Как было показано выше, специальные инструменты для управления ценовым риском предоставляет срочный рынок.

В ходе исследования нами было выявлено, что первоначальное развитие срочного сектора происходило на базе товаров, однако усиление нестабильности финансовых цен во второй половине XX века привело к появлению и использованию срочных сделок непосредственно на финансовых рынках. Развитию рынка способствовали такие факторы, как появление большого количества институциональных инвесторов, глобализация и информатизация рынка, появление большого количества профессионалов, широкие возможности по проведению спекулятивных операций и созданию синтетических позиций.

Срочный рынок имеет структуру, аналогичную структуре рынка ценных бумаг, но при этом срочный биржевой (организованный) рынок является для инструментов данного рынка одновременно первичным и вторичным, в то время как для ценных бумаг биржевой рынок выступает преимущественно как вторичный. Такая особенность срочного рынка существенна для его характеристики, поскольку при такой его организации возможности расширения или сужения его объемов практически безграничны, что позволяет

участникам рынка очень гибко реагировать на изменения экономической конъюнктуры.

Рынки внебиржевых операций в большей степени подвержены кредитному риску. Инструменты, обращающиеся на таком рынке, обладают меньшей ликвидностью, издержки на поиск партнеров по сделке велики. Однако и биржевой срочный рынок обладает определенными недостатками. К ним относятся отсутствие гибкости, разнообразия торгуемых инструментов, малая дифференциация по срокам сделок. Другим ограничителем торговли является осуществляемый государством контроль над деятельностью срочных бирж. Выполнение установленных биржами правил и инструкций по ведению торговых операций увеличивает затраты на их осуществление.

В настоящее время внебиржевой рынок превосходит организованный более чем в пять раз по номинальной стоимости заключенных контрактов. В 2001 году 82,4% всех срочных позиций были открыты на неорганизованном рынке. Практически полное отсутствие вторичного сегмента в неорганизованном секторе приводит к тому, что более 50% среднесуточного оборота срочного рынка обеспечено биржевыми сделками.

По виду торгуемых на рынке инструментов его можно подразделить на форвардный, фьючерсный, опционный рынок, рынок свопов и другие. При этом, в соответствии со спецификой обращения контрактов, форвардный и своповый рынки являются внебиржевыми, фьючерсный рынок является биржевым, опционы обращаются на обоих сегментах. Как показывают проведенные расчеты, порядка 70% номинальной стоимости контрактов, открытых на внебиржевом рынке, обеспечено свопами и форвардными контрактами, опционами обеспечено около 30%. На организованном рынке около 60% номинальной стоимости открытых позиций составляют опционные контракты, тогда как 75% оборота биржевого рынка обеспечивается фьючерсными контрактами.

Для оценки положения срочного рынка в системе экономических отношений нами были подвергнуты анализу взгляды классиков политэкономии на вопросы функционирования срочного рынка. Основными функциями срочного рынка, по Кейнсу, являются функция установления будущей цены, функция хеджирования будущего финансового положения производителей и функция страхования валютного риска. Дж. Р. Хикс, развивая взгляды Дж. М. Кейнса, добавлял функцию координации планов и страхования участников рынка от колебаний будущей конъюнктуры.

Основываясь на анализе срочного рынка, проведенного классиками политэкономии, нами были выявлены социально-экономические функции, выполняемые современным срочным рынком.

Основной функцией срочного рынка является управление риском. Под управлением мы понимаем как страхование от риска индивидуального участника, так и перераспределение риска между всеми участниками рынка. Данная функция играет на рынке двоякую роль. Во-первых, пользуясь срочными инструментами, можно управлять уже существующими рисками, вытекающими из операций на основном рынке. Во-вторых, срочный рынок позволяет участникам заранее застраховать свои позиции, создавая тем самым потенциал для осуществления невозможных ранее инвестиционных проектов. Заключение срочных сделок, таким образом, снижает риск владения базисным активом, что способствует увеличению объемов спот рынка.

Второй важной функцией срочного рынка является функция предоставления информации экономическим агентам. Ее сущность вытекает из предложенной Кейнсом функции установления будущей цены. Так, формируемая на срочном рынке цена определяет конъюнктуру в будущем, что вызовет соответствующую координацию планов хозяйствующих субъектов (изменение товарных запасов, осуществление инвестиций, выпуск ценных бумаг и прочее). Кроме этого, информация, предоставляемая срочным рынком, снижает транзакционные издержки на получение информации о состоянии экономики вообще, так как отражает ожидания многих хозяйственных единиц.

Третьей функцией, выполняемой срочным рынком в экономике, является спекулятивная функция. Отметим, что и Кейнс, и Хикс подчеркивали в своих работах положительную роль спекулянтов на срочном рынке, аргументируя это тем, что спекулянты верно предсказывают срочную цену, увеличивая тем самым стабильность рынка. Кроме того, спекулянты оказывают сдерживающее влияние на колебания срочных цен. Главной же функцией спекулянтов является перенос на себя рисков хеджеров.

Выполнение срочным рынком двух последних функций позволило нам выделить в отдельную функцию обеспечение эффективности рынка. Она заключается в том, что в рыночной цене отражена информация всех участников рынка, и рыночный прогноз будет лучше прогноза любого из участников. Условием существования эффективного рынка является наличие на нем срочного сегмента (одной из функций которого и является предоставление участникам объективной или эффективной информации о будущих движениях

цен), а также присутствие на рынке спекулянтов и арбитражеров, действия которых и поддерживают эффективность.

Некоторые авторы выделяют еще одну функцию срочного рынка: это функция по созданию новых финансовых инструментов. Так как некоторые срочные инструменты несут в себе черты долгосрочных долговых инструментов рынка капиталов, то создаваемые на срочном рынке новые прибыльные инструменты могут уже относиться к основным рынкам.

Таким образом, срочный рынок и его инструменты выполняют в экономике функции управления риском, предоставления экономической информации, спекулятивную, обеспечения эффективности рынка и функцию создания новых финансовых инструментов. Важная роль этих функций в обеспечении функционирования современной экономической системы позволяет сделать вывод о том, что срочный рынок имеет важное экономическое значение.

При проведении исследования нами была разработана оригинальная теоретическая модель совместного функционирования срочного и спотового рынков. Основываясь на модели общего рыночного равновесия Пестона-Йаменя и исходя из классического предположения о полном распределении актива между текущим (кассовый рынок) и будущим потреблением (срочный рынок), нами были разработаны модели спроса и предложения на срочном рынке и модель срочного равновесия. Проведенный анализ моделей позволил сделать вывод о том, что для установления равновесия на срочном рынке в случае экзогенного шока необходимо присутствие иных участников, кроме хеджеров, что доказывает важную роль спекулянтов. Однако не является очевидным тот факт, что действия спекулянтов будут противонаправлены стремлениям хеджеров и приведут к возврату рынка в состояние равновесия. Во-вторых, возврат к равновесию возможен только под воздействием операций на текущем и срочном рынках одновременно. Нами доказано, что любое экзогенно нарушенное равновесие на срочном рынке под действием ряда факторов восстановится при новом значении срочной цены (скорее всего, близком к предыдущему) и более высоких объемах срочных сделок.

В качестве развития полученных результатов нами была разработана модель установления совместного равновесия на срочном и кассовом рынках, которая наглядно демонстрирует теоретические аспекты совместного влияния срочного и кассового сегментов, а также доказывает существующую прямую зависимость между срочными и спотовыми ценами.

Вторая глава – «Обращение срочных инструментов финансового рынка» – посвящена анализу возможностей, предоставляемых непосредственным участникам современного срочного рынка. Анализ проведен в разрезе основных типов срочных сделок, с учетом самых новых изменений и тенденций мирового рынка деривативов. Большое внимание уделено возможностям российских инвесторов на российском срочном рынке, при этом был проведен ретроспективный анализ отечественного рынка.

В настоящее время развитие срочного рынка происходит по пути создания новых типов контрактов, используемых в обороте внебиржевого и организованного рынков. Экономической инновацией последнего времени стала адаптация к биржевой торговле традиционно обращающихся вне биржи свопов, что открывает перед участниками рынка широкие возможности по их использованию для хеджирования различного вида процентных инвестиций; кроме этого, новые контракты привлекательны для инвестора с точки зрения возможности снижения рыночного и кредитного рисков.

Не останавливаясь подробно на специфике обращения отдельных видов контрактов, отметим, что в работе также проанализированы особенности обращения следующих относительно новых инструментов срочного рынка: сделки-репо, сделки «при выпуске» и FRA на рынке форвардов; барьерные, оптимальные, средние, многопериодные и другие опционы.

В России в начальный период рыночных преобразований не существовало объективных причин для появления срочного рынка, вызванных потребностями хозяйственного развития. Фактически, на момент появления первых срочных контрактов в экономике страны отсутствовал целый ряд факторов, объективно необходимых для развития рынка. Так, зарождающийся характер, общая неразвитость и низкая ликвидность рынков потенциальных базисных активов (товаров, ценных бумаг, валюты), отсутствие сложившегося круга их участников и организаторов, непонимание ими принципов функционирования и сути хеджевых сделок, неурегулированность правового и налогового механизмов участия в рынке не позволяли возникающему срочному рынку выполнять свою главную функцию – хеджирование.

Российский срочный рынок возник как преимущественно биржевой, с очень сильными спекулятивными тенденциями. Отметим сразу же, что в настоящее время не существует точных статистических данных по составу участников срочного рынка, однако некоторые косвенные признаки позволяют судить о спекулятивной природе капитала, присутствующего на срочном рынке. Так, во-первых, на зарождающемся срочном рынке практически

отсутствовали товарные, а из финансовых наибольшей популярностью обладали расчетные контракты. Во-вторых, в период зарождения рынка волатильность срочных контрактов превосходила колебания курсов на спотовом рынке, что в совокупности с непредсказуемостью движения срочной цены могло привести к получению страхующейся организацией значительных убытков, отделяя потенциальных хеджеров от срочного рынка.

Современное состояние рынка характеризуется небольшим перечнем базисных активов (в декабре 2002 года – 9, из них 7 относятся к фондовому, 2 – к валютному рынку). Посредством существующих срочных инструментов можно проводить хеджирование фондовых рисков, связанных с наиболее ликвидными акциями российского рынка, а также валютных рисков – при операциях с долларом США и Евро. Возможности спекулятивных операций ограничены малым количеством ликвидных контрактов. В то же время, существуют потенциальные возможности конструирования синтетических и сложных фьючерсных позиций, однако для совершения подобных сделок может потребоваться благоприятное состояние конъюнктуры срочного рынка.

В третьей главе – «Применение инструментов срочного рынка российскими предприятиями» – анализируются факторы, определяющие потенциальные возможности российских предприятий по использованию срочного инструментария. К таким факторам нами отнесены правовое положение, особенности налогообложения и учета срочных сделок, а также проблемы влияния срочных сделок на финансы организации.

Одним из основных факторов, оказывающих влияние на развитие срочного рынка, а также определяющих возможность участников по использованию его инструментов, является наличие правовой системы, регулирующей взаимоотношения участников, организаторов и контролирующих органов. Закрепление в законодательстве определенного правового института позволяет удовлетворить потребности субъектов гражданского права в правовом регулировании той или иной операции, снизить объем описательной части договоров, справедливо распределить права и обязанности сторон, риски и ответственность. Кроме того, существование нормативной базы, единой для всех участников рынка, создает и единые условия их функционирования, снижает риск изменения условий работы при переходе в иной сегмент рынка или в иной регион.

На настоящий момент не существует закрепленного на уровне закона определения срочного рынка и срочных сделок. Однако конкретные виды

срочных сделок могут быть отнесены к некоторым из существующих гражданско-правовых форм.

Так, твердые форвардные контракты, заключаемые на открытом неорганизованном рынке, представляют собой стандартные договора купли-продажи базисного актива с отсрочкой поставки/платежа. Не существует однозначного толкования форвардных сделок без поставки актива. Их можно рассматривать как предварительный договор, но в этом случае требуется заключение основного договора в момент исполнения сделки. Возможно толкование форвардного контракта как сделки типа пари, но в этом случае стороны лишаются судебной защиты в случае возникновения противоречий, чему может воспрепятствовать заключение сделки посредством биржи (если на бирже разработаны и действуют правила торговли форвардными контрактами).

Что касается фьючерсных контрактов, то, во-первых, анализ российского законодательства о ценных бумагах позволил сделать вывод о том, что фьючерс не может быть признан ценной бумагой. Это связано с тем, что при совершении фьючерсной сделки, поскольку неизвестна расчетная цена исполнения, неясно, кто является должником по ценной бумаге. Кроме этого, для ценной бумаги характерно, что она является документом, который должен быть предъявлен для осуществления заложенного в нем права. Признавать же обе стороны владельцами ценной бумаги абсурдно, поскольку исполнение по ценной бумаге должно производиться одной из участниц фьючерсного контракта, так как ценная бумага представляет собой имущественное право одной стороны по отношению к другой. Кроме того, "размещение ценных бумаг выпусками" предполагает наличие некоторого ограничения на их количество. В процессе же биржевых торгов может быть совершено сколь угодно много сделок с фьючерсами при наличии достаточных средств участников рынка.

Так же, как это было с форвардами, существует мнение, что фьючерсы — это чистые пари на предмет движения курсов базисного актива, по которому платежи происходят ежедневно до истечения срока исполнения либо заключения офсетной сделки. О недостатках данной модели было сказано выше.

С позиций действующего законодательства для понимания правовой природы фьючерсного контракта более всего подходит условная сделка.

Опционные договоры не подпадают под какую-либо из существующих правовых категорий, но при этом наиболее целесообразным представляется введение законодателем опционного контракта как самостоятельного типа



договора. Важным является вывод о том, что классические опционные контракты не относятся к ценным бумагам. Однако, если считать опцион общевидовым понятием условных сделок, то некоторые инструменты опционного рынка будут отнесены к ценным бумагам (речь идет об опционных свидетельствах).

В настоящее время срочный рынок и его инструменты не рассматриваются российским законодательством как отдельный правовой институт, что создает определенные трудности для участников рынка. Отметим, однако, какие именно формы экономических отношений должны быть законодательно закреплены для того, чтобы было можно говорить о правовом регулировании данного сегмента экономики.

Предложенные требования к законодательному регулированию рынка можно рассматривать как возможную структуру закона о срочном рынке.

Во-первых, необходимо дать определение срочному рынку как замкнутой и самостоятельной системе экономических отношений. Во-вторых, необходимо детально описать возможные типы сделок срочного рынка, приняв за основу современный опыт российского и иностранных рынков, однако необходимо предусмотреть возможность расширения спектра используемых на рынке инструментов, так как появление новых видов срочных контрактов является одной из глобальных тенденций развития. Кроме того, необходимо предусмотреть механизм выделения из всей совокупности используемых контрагентом рынка срочных сделок тех, которые предназначены для хеджирования. Это связано с тем, что для хеджевых сделок необходимо использовать особый механизм налогообложения, адаптированный к экономической сущности проводимых операций.

На законодательном уровне должны быть закреплены исполнительные институты, в компетенцию которых входит регулирование рынка. Данный вопрос является тем более актуальным в российских условиях, когда в отсутствие четкой законодательной базы различные органы пытаются присвоить себе те или иные функции регуляторов рынка, выпуская зачастую экономически бессмысленные и противоречивые положения.

Для нормального функционирования рынка необходимо законодательно описать круг его профессиональных участников, механизмы лицензирования их деятельности, регулирования и контроля. Одной из важнейших составляющих является инфраструктура, включающая в себя также организаторов торговли, объединения и союзы профессионалов и участников рынка. Также необходимо четкое разделение рынка на биржевой и внебиржевой сегменты, что является

важным с точки зрения осуществления налогового контроля за деятельностью непосредственных участников рынка.

Как показал проведенный анализ, неопределенность правового положения на российском срочном рынке во многих случаях увеличивает нормативные риски настолько, что может быть потерян эффект от снижения ценового риска по сделке. Отсутствие нормативного обеспечения функционирования рынка является одним из факторов, сильно замедляющих его развитие и снижающих возможности предприятий по использованию срочных сделок.

Одним из факторов, оказывающих влияние на развитие того или иного сектора экономической системы, является используемая система налогообложения. Отсутствие ясности в вопросах налогообложения, непонимание на законодательном уровне происходящих рыночных процессов, специфики используемых инструментов способно оказать отрицательное или тормозящее влияние на их появление и обращение. Поэтому одним из факторов, определяющих возможности организации по использованию инструментов рынка, является определенность вопросов налогообложения.

Применяемые в российской практике до принятия Налогового кодекса нормы налогового законодательства не давали участникам срочного рынка полной ясности в вопросах налогообложения. Более того, выходя на срочный рынок для снижения ценового риска, его участники приобретали новый риск неправильной уплаты налогов. Некоторые из норм налогового регулирования противоречили друг другу, не учитывали особенностей обращения инструментов срочного рынка, не соответствовали экономическому смыслу заключаемых сделок.

Принятие 21 и 25 глав Кодекса внесло полную ясность в вопросы налогообложения срочных сделок, ввело разумный и непротиворечивый налоговый режим, соответствующий экономической сущности проводимых операций. Однако следует отметить, что некоторые положения способны оказать тормозящее влияние на развитие рынка, замедлить процесс появления новых инструментов. Кроме того, прослеживается некоторое непонимание на законодательном уровне сущности срочных сделок, используемая терминология не всегда верна и оправданна с экономической точки зрения. Вместе с тем, появление глав Налогового кодекса, регулирующих налогообложение срочного рынка, сняло, по крайней мере, одно из противоречий задерживающих его развитие.

Осуществление срочных операций на российском рынке связано с повышенными нормативными рисками (в частности, с риском неправильного бухгалтерского учета), так как не существует сложившегося, нормативно утвержденного порядка отражения в учете таких сделок. Однако подчиненность результатов учета необходимости правильного исчисления налогов, а также последние изменения в налоговом законодательстве позволяют сделать вывод о том, что порядок определения финансовых результатов от участия в срочном рынке является нормативно определенным. При этом остаются открытыми некоторые вопросы учета, среди которых проблемы идентификации хеджевых сделок, выбора способа отнесения издержек на стоимость реализованной продукции и другие. Кроме этого, одним из наиболее проблемных моментов учета срочных сделок является их забалансовый характер и отражение в учете только движения денежных средств, связанных с контрактом.

В работе предложена общая схема бухгалтерского учета срочных операций, рассмотрены некоторые варианты учета, способные оказать различное влияние на конечные результаты деятельности.

В результате анализа отчетности коммерческой организации выявлено, что существующая система отчетности не содержит в явном виде показателей, характеризующих подверженность ценовому риску. Однако идентификация рисков является, по нашему мнению, основополагающим моментом управления ими и может быть проведена на основании анализа финансовой отчетности. Так, на основании баланса предприятия и отчета о прибылях и убытках возможно идентифицировать потенциальные процентные и валютные риски, риски изменения товарных цен, проблемы управления фондовым портфелем, а также возможные налоговые проблемы. В работе предложена методика такой идентификации.

В ходе исследования сделан вывод о том, что изменения, вносимые под влиянием срочных операций на балансовые показатели, являются неинформативными и не дают возможности оценить их влияние на финансовое положение предприятия в будущем. Это связано с тем, что срочные сделки, за счет эффекта финансового рычага, относительно слабым образом изменяют текущие денежные потоки, но влияют на будущее их состояние, что проявится только при исполнении сделки.

Для устранения этого противоречия, а также для планирования финансовой деятельности и анализа эффективности срочных операций была разработана система аналитических коэффициентов участия организации в

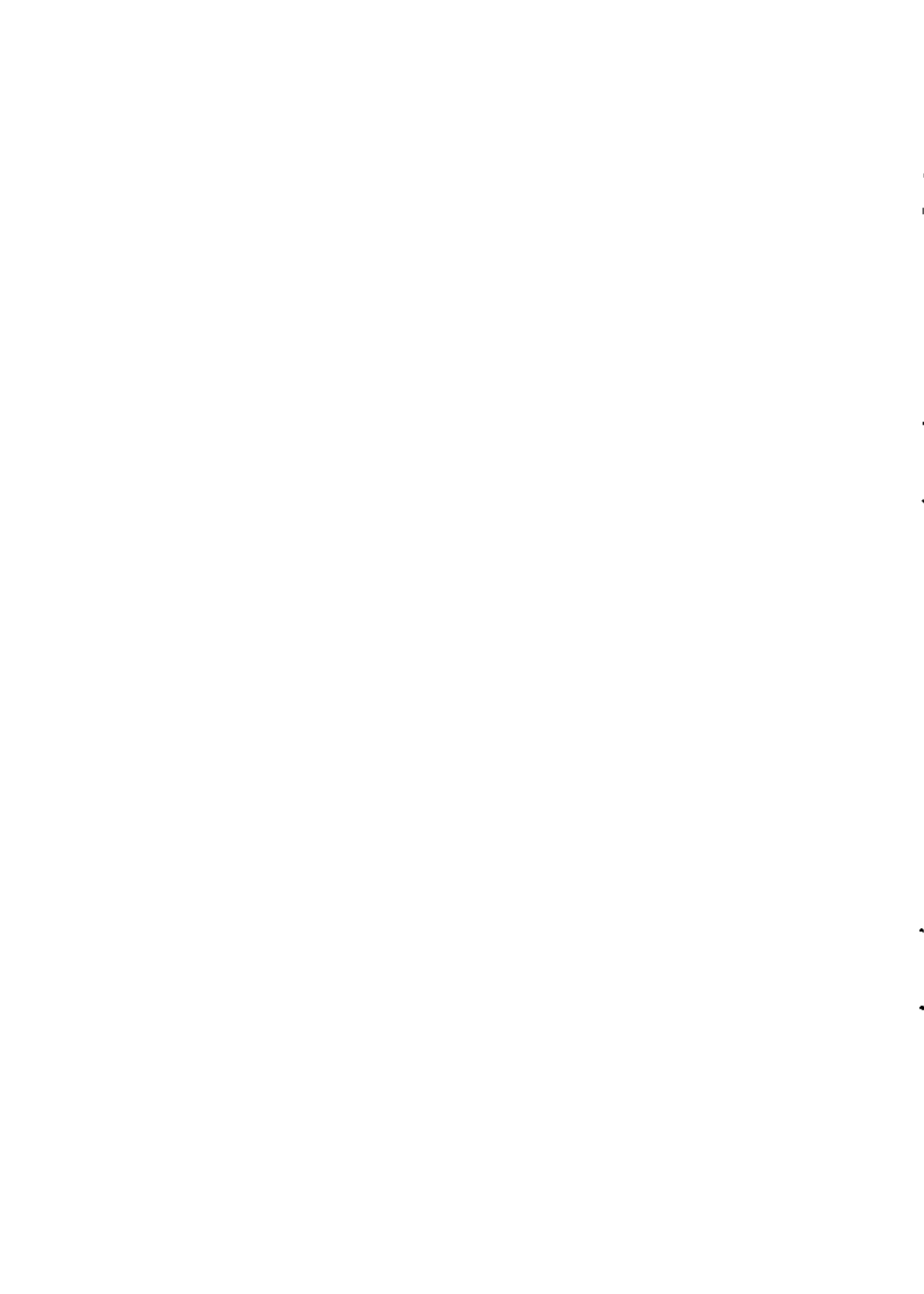
срочном рынке, демонстрирующих степень и результативность использования срочных контрактов, выражающуюся во влиянии на итоговые показатели деятельности. В общем виде каждый из предложенных коэффициентов показывает долю минимальных гарантированных поступлений от срочной продажи либо долю максимальных расходов на срочную покупку в общей сумме планируемых поступлений (расходов) соответствующего типа.

В заключении сформулированы основные положения и выводы по результатам научного исследования, предложенного в работе.

Основные положения диссертационного исследования опубликованы в следующих работах автора:

1. Биржевые свопы // Рынок ценных бумаг. – 2002. - №15 (222). – 0,6 п.л.
2. Возможности использования опционов и сложных опционных стратегий на российском срочном рынке // Современные аспекты экономики. – 2001. - №12. – 0,22 п.л.
3. Необходимость адаптации финансовых инструментов срочного рынка к российским условиям // Научная сессия профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам НИР 1999 года. Факультет финансово-кредитных и международных экономических отношений. Март-апрель 2000 года: Сборник докладов. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ. – 2000. – 0,1 п.л.
4. Сложные опционные стратегии на российском срочном рынке // Научная сессия профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам НИР 2000 года. Факультет финансово-кредитных и международных экономических отношений. Март-апрель 2001 года: Сборник докладов. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ. – 2001. – 0,2 п.л.
5. Современное состояние российского срочного рынка // Финансовый рынок и кредитно-банковская система России (выпуск третий): Сборник научных трудов. – СПб.: Издательство «Инфо-да». – 2002. – 0,16 п.л.
6. Срочный рынок в системе российского законодательства // Рынок ценных бумаг. Товарный рынок. – 2002. - №7-9 (10). – 0,9 п.л.
7. Теоретические основы функционирования срочного рынка и его социально-экономическая роль // Рынок ценных бумаг. – 2003. - №4 (235). – 0,6 п.л.
8. История развития и современное состояние российского срочного рынка // Рынок ценных бумаг. – 2003. - №7 (238). – 0,8 п.л.





ДАРУШИН ИВАН АЛЕКСАНДРОВИЧ

АВТОРЕФЕРАТ

---

Подписано в печать 24 04 2003 Формат 60x84 1/16 Бум офсетная  
Печ л 1,0 Бум л 0,75 Тираж 100 экз

---

Отпечатано в ООО «Копи-Р», СПб, ул. Ломоносова, д.20.

2003-A  

---

8193

№ - 8 1 9 3