
ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ, КРЕДИТ

УДК 336.1

В.С. Горбунов

ВЛИЯНИЕ СПЕКУЛЯТИВНОЙ СОСТАВЛЯЮЩЕЙ НА РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОГО СРОЧНОГО РЫНКА

В статье дается анализ участников срочного рынка, на основе которого представлена собственная классификация типов операций на рынке производных финансовых инструментов, рассмотрено влияние преобладающей доли спекулятивных операций на перспективное развитие российского рынка производных финансовых инструментов и предложены некоторые способы решения существующей проблемы.

Ключевые слова: срочный рынок, производные финансовые инструменты, спекуляции, классификация типов операций.

V.S. Gorbunov

SPECULATIVE COMPONENT INFLUENCE ON THE DEVELOPMENT OF RUSSIAN TERMINAL MARKET

The paper analyzes participants of a terminal market. The author suggests his own transaction type classification, considers the influence of the overwhelming proportion of speculative transactions on the Russian derivative market and offers some solutions to the existing problems.

The key words: terminal market, derivatives, speculations, classification of transaction types.

В России сегодня, как на институциональном, так и на государственном уровне, большое внимание уделяется развитию срочного рынка и рынка производных финансовых инструментов как его сегменту. О спекулятивной составляющей рынка производных финансовых инструментов можно говорить в настоящее время как о сложившейся. Пока еще российский рынок срочных финансовых инструментов очень слабо выполняет свою главную функцию управления системой рисков или хеджирования. Однако он может расти и развиваться только при условии наличия достаточного количества хеджеров, потребность которых в страховании рисков обеспечивает реальное возникновение срочной сделки.

Поскольку на данный момент рынок деривативов является ведущим сегментом глобального финансового рынка сразу по нескольким направлениям (по беспрецедентным темпам роста и объема торговли, а также по качественному многообразию инструментов) [4, с. 36], то для его дальнейшего развития в современных российских условиях считаем необходимым рассмотреть влияние преобладающей доли спекулятивных

операций на перспективное развитие рынка производных финансовых инструментов.

Прежде всего, необходимо выяснить, что мы подразумеваем под спекуляцией и каких участников срочного рынка относим к спекулянтам. Юридический словарь определяет спекуляцию как «сделку на бирже с ценными бумагами или товарами с целью получить спекулятивную прибыль от разницы между курсами в момент заключения и исполнения сделки» [7]. Многие исследователи придерживаются мнения, что спекуляция или спекулятивная операция – это операция, совершаемая с целью извлечения прибыли только от изменения цен, без цели снижения рисков [6], при этом они отмечают, что данная операция противоположна хеджированию. Дословный перевод с латинского языка *speculatio* («выслеживание», «высматривание») более близок такому понятию, как арбитраж. Именно арбитражер занимается мониторингом рынка в поисках возможности для получения безрисковой прибыли, в то время как классический спекулянт действует на основе собственных прогнозов, при этом принимая на себя неограничен-

ный риск. По нашему мнению, классический спекулянт – это лицо, стремящееся получить прибыль за счет разницы в курсах финансовых инструментов, которая может возникнуть во времени. Спекулянт торгует срочными контрактами только ради прибыли, т.е. никогда не покупает и не продает товары физически. Спекулянтов привлекает «эффект рычага» и краткосрочность срочных операций, им нужен шанс заработать на изменении цен на базисный товар, их привлекает высокая доходность производных финансовых инструментов, хотя при этом спекулянты понимают высокую рискованность такого рода инвестирования финансовых средств. По причине того, что спекулятивные операции несут в себе потенциальные возможности более значительных прибылей, они являются своего рода «приманкой» для трейдеров. Однако те из них, кто «забывает» про не менее значительные потенциальные потери, как правило, значительно проигрывают. Как отмечает Дж.К. Халл, всегда существует опасность того, что трейдер, имеющий права хеджировать риски, станет спекулянтом, что может иметь катастрофические последствия для финансовой или нефинансовой корпорации, «на благо» которой данный трейдер трудится [5, с. 55].

Арбитражеры, в отличие от классических спекулянтов, извлекают прибыль за счет одновременной купли-продажи одного и того же актива на разных рынках, если на них наблюдаются разные цены. Арбитражные операции совершаются с целью получения безрискового дохода, при этом используется рассогласование в ценах на различные финансовые инструменты на разных рынках. Арбитражная операция основывается на том неопровержимом факте, что один и тот же финансовый инструмент в один и тот же момент времени не может одновременно иметь несколько разных рыночных цен, если на то у него нет внутренних оснований. Когда такое случается, то возникает возможность осуществления арбитражных операций, которые возвращают ценовую ситуацию на рынках к единообразию. Иначе говоря, причиной арбитражных операций является нарушение рыночного принципа единства цены на один и тот же товар [2, с. 324].

Многие ученые выделяют арбитражеров в отдельную группу, при этом ставя их в один ряд со спекулянтами и хеджерами. Сравнение спекулянтов с арбитражерами показывает, что различия между ними заключаются в следующем. Спекулянт берет на себя неограниченный риск, основываясь на собственных прогнозах роста или падения стоимости актива во времени, а арбитражер моментально совершает несколько операций, основой которых является отклонение текущей рыночной цены от ее «единообразного уровня», при этом сводя свой риск к минимуму. Не стоит забывать, что все они рассчитывают получить прибыль и служат общим целям – повышению ликвидности на рынке производных финансовых инструментов и определению справедливой будущей цены на активы. Действия спекулянтов и арбитражеров в совокупности приводят к стабилизации колебаний срочной цены. Хеджеры же в вопросе ценообразования на срочном рынке занимают пассивную позицию, принимая или игнорируя те ориентиры, которые заданы другими участниками рынка. Исходя из вышесказанного, мы в своей работе будем придерживаться мнения, что арбитражная сделка – это

спекуляция с отличительными особенностями, которыми являются отсутствие риска и временного разрыва между заключением сделки и ее исполнением. В данном вопросе мы согласимся с профессором Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова В.А. Галановым, который утверждает, что «арбитражная операция представляет собой лишь один из вариантов спекуляции, для которого характерно наличие обязательного (объективного), или безрискового, дохода. Арбитражные операции относятся к группе безрисковых, а точнее, малорискованных операций. В этом смысле арбитражные операции еще называют безрисковыми спекулятивными операциями» [2, с. 324].

Таким образом, на рынке деривативов возможны два варианта получения спекулятивной прибыли: рискованный и безрисковый – за счет межвременной разницы цен (спекуляция) и за счет пространственной или межсегментарной ценовой разницы (арбитраж). Далее считаем необходимым представить собственную классификацию типов операций на срочном рынке, которая внесет четкость в определение роли участников на рынке производных финансовых инструментов (таблица).

Классификация типов операций на срочном рынке

Тип операции		Способы применения на срочном рынке
Хеджирование (роль – генерирование рискованных позиций)	Простое (товарное) хеджирование	Длинный хедж
		Короткий хедж
		Перекрестный хедж
		Простые опционные стратегии (покупка/продажа «put»/«call» опционов)
Биржевые спекуляции (роль – обеспечение ликвидности и справедливости цен)	Сложное (финансовое) хеджирование	Спрэд-овые стратегии
	Спекуляция с ограниченным риском и доходностью	
	Простой арбитраж	Безрисковые операции
	Классическая спекуляция	Операции с неограниченным риском

На основании представленных в таблице данных можно утверждать, что все типы стратегий биржевой торговли есть способы получения прибыли, основывающиеся не на производстве, а на разнице в ценах. В этом смысле и хеджирование, и биржевая спекуляция – это формы спекуляции, целью которых является купить дешевле, а продать дороже. Отличительной особенностью хеджирования является лишь то, что эта операция производится с целью компенсации потерь по другому активу, а не для получения прибыли.

Формы политико-экономической спекуляции соотносятся и дополняют друг друга, поскольку хеджирование невозможно без спекуляции. Биржевая спекуляция бессмысленна без постоянного генерирования срочных контрактов со стороны хеджеров. В случае торговли только между спекулянтами по закону больших чисел сумма выигрышей каждого будет равна сумме его проигрышей, и рынок перестает быть эффективным,

прибыльным. Хотя спекуляция обязательно несет в себе элемент хеджирования, их значение для всего финансового рынка нельзя сравнивать. Каждый спекулянт стремится ограничить свой возможный риск, а это и есть хеджирование по самой его сути, но при этом спекуляция не может дать положительного эффекта для финансового рынка в целом. В отличие от хеджеров спекулянты стремятся так менять свои позиции на рынке, чтобы никогда не поставлять и не получать сам актив, который лежит в основе финансового инструмента. Их цель – получение самой прибыли без операций с активом [1, с.165], другими словами, спекуляция – это лишь средство развития срочного рынка, основной функцией которого является хеджирование, которое позволяет управлять рисками различных отраслей финансового рынка.

В связи с этим следует отметить, что российский рынок производных финансовых инструментов создавался на неокрепших нормативной, регуляторной и организационной основах, что обусловило значительные юридические и экономические риски его участников и, соответственно, значительные препятствия его развитию. Следовательно, у теоретиков и практиков возникает необходимость получения четкого представления о специфике рынка производных финансовых инструментов, механизме действия, связанных с ним рисках и возможностях риск-менеджмента [3, с. 12 – 14]. По мнению практикующих трейдеров, рынок срочных финансовых инструментов может расти и развиваться только при условии наличия достаточного количества хеджеров, потребность которых в страховании рисков обеспечивает реальное возникновение срочной сделки.

В современных условиях участниками российского рынка срочных финансовых инструментов большей частью являются спекулянты, желающие получить прибыль за счет разницы цен. Именно спекулянты открывают большее число позиций на российских биржевых площадках, соответственно на них и приходится львиная доля общего оборота рынка. Этот факт несложно объяснить, поскольку потенциал для проведения высокодоходных спекуляций на срочном рынке значительно превосходит альтернативные возможности других рынков, в том числе и спот-рынков базисных активов по следующим основаниям:

1) операции гораздо дешевле схожих операций на спот-рынке, поскольку на срочном рынке:

- более низкие биржевые сборы (обычно в 2 раза ниже, чем на спот-рынке);
- нет дополнительных косвенных издержек (депозитарных сборов и сборов за расчетное обслуживание);
- нет нужды платить за предоставление «плеча», как при реализации маржинальных операций;

2) срочный рынок дает возможность торговать с применением «эффекта плеча», которое на этом рынке бесплатно и обычно составляет 1:5 – 1:6;

3) срочный рынок дает оптимальные возможности и более выгодные условия для проведения «продаж без покрытия» поскольку стоимость фьючерса в течение срока обращения (за исключением последних дней перед поставкой), как правило, выше стоимости базисного актива;

4) операции со срочными контрактами на инвестиционные индексы предоставляют возможность торговать «всем рынком», т.е. при проведении операций ориентироваться на общее направление рынка в целом, не опасаясь воздействия отрицательных корпоративных событий компаний;

5) в отличие от маржинальной торговли возможность открытия позиций зависит не от ресурсов обслуживающего инвестора брокера, а лишь от средств самого инвестора [8].

Практически полностью спекулятивный характер российского рынка является главным тормозом для его развития, об этом свидетельствует и тот факт, что в структуре участников российского срочного рынка хеджеры занимают не более 2%, в то время как на более развитом срочном рынке США подавляющее количество сделок (порядка 60%) совершается именно с целью хеджирования. Поэтому в современных условиях важным фактором развития становится привлечение на российский рынок срочных финансовых инструментов участников, понимающих все преимущества хеджирования посредством срочных финансовых инструментов при управлении системой рисков. В настоящее время менеджмент предприятий-производителей мало озабочен вопросами страхования финансовых рисков либо уделяет недостаточно внимания применению финансовых инструментов срочного рынка для этих целей. Причины этого во многом кроются и в низком финансовом уровне современных управленцев, и в том, что срочный рынок нашей стране относительно молод. Поэтому важным аспектом перспективного развития операций хеджирования является налаживание систем риск-менеджмента участниками рынка, осознание управленцами роли страхования стоимостных рисков и тех возможностей, которые предлагает для этого рынок срочных финансовых инструментов.

Для использования результативных операций хеджирования рисков в настоящее время рационально совершенствовать систему гарантийного обеспечения, увеличивать страховые и резервные фонды клиринговой организации, наращивать ее капитализацию. Кроме того, для результативной работы рынка срочных финансовых инструментов необходим развитый рынок базовых активов. Для него должны быть характерны по меньшей мере три основных параметра: высокая ликвидность, постоянные фиксированные и внятные правила проведения торгов, предсказуемая в достаточной степени динамика. В качестве подтверждения этого утверждения можно отметить, что многие перспективные проекты по формированию новых финансовых инструментов остались нереализованными только вследствие того, что отсутствовал развитый рынок базового актива.

Указывая на главные причины недостаточной степени развития срочного рынка в России, сначала нужно говорить о проблемах на рынках реального актива, о том, что, вероятно, менеджмент предприятий-производителей не сильно озабочен проблемами страхования финансовых рисков либо мало заинтересован в использовании финансовых инструментов срочного рынка для этих целей (в частности, можно упомянуть попытку запустить в торговлю в 1995 г. фьючерс на золото).

1. *Батяева Т.А.* Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2008.

2. *Галанов В.А.* Рынок ценных бумаг: учебник. М.: ИНФРА-М., 2009.

3. *Иванов М.* Деривативы и кризис: миф и реальность // Рынок ценных бумаг. 2008. № 22.

4. Финансы и кредит. 2008. № 23 (311).

5. *Халл Дж. К.* Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты. 6-е изд. / пер. с англ. М.: Вильямс, 2007.

6. Электронный словарь экономических терминов и понятий «Глоссарий». URL: <http://www.glossary.ru>.

7. URL: <http://dic.academic.ru>.

8. URL: <http://www.rts.ru/s208>.

УДК 658.153

М.А. Гордеев

МОДЕЛЬ УПРАВЛЕНИЯ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ

В условиях необходимости постоянного изменения подходов к управлению дебиторской задолженностью предприятия автор выделяет основные направления и принципы создания эффективной модели ее управления. Подробно рассмотрены методы анализа и инкассации дебиторской задолженности, а также основные этапы формирования кредитной политики предприятия. Предложена модель, использование которой на практике позволит относить дебиторскую задолженность в состав высоколиквидных элементов оборотного капитала.

Ключевые слова: кредитная политика, анализ и инкассация дебиторской задолженности, модель управления.

М.А. Gordeyev

MANAGEMENT OF ACCOUNTS RECEIVABLE

The paper identifies the main principles for creating an effective model of accounts receivables management with regard to constantly changing approaches to the management of accounts receivable. The author examines in detail the methods of analysis and collection of receivables, as well as the principal stages of the credit policy of the enterprise. The author works out a management model which enables to refer receivables to the highly liquid items of working capital.

The key words: credit policy, analysis and collection of receivables, management model.

Любые хозяйствующие субъекты предпочли бы продавать свои товары либо услуги за деньги, а не в кредит, однако требования конкуренции вынуждают большинство предприятий предлагать товары в кредит. В процессе поставки товаров запасы хозяйствующего субъекта сокращаются, и образуется дебиторская задолженность, т.е. суммы, которые покупатели должны предприятию. Эта задолженность образуется во время реализации и превращается в денежные средства по истечении определенного времени.

Проблема управления дебиторской задолженностью рассматривалась в работах таких авторов, как И.А. Бланк, В.В. Ковалев, С.М. Пястолов, Ю. Бригхем и Л. Гапенски и др. На уровень дебиторской задолженности основное влияние оказывают макроэкономические условия и принятая фирмой политика предоставления кредита и инкассации. Предоставление кредита является одним из многих факторов, под воздействием которых изменяется спрос на продукцию предприятия. Управление дебиторской задолженностью требует прямых и косвенных издержек, но предоставление кредита, как правило, увеличивает объем продаж.

Эффективное управление дебиторской задолженностью достигается за счет: 1) тщательного анализа дебиторской задолженности; 2) эффективного формирования кредитной политики; 3) применения методов инкассации дебиторской задолженности.

1. *Тщательный анализ дебиторской задолженности.* Основной его задачей является оценка уровня и состава текущей дебиторской задолженности предприятия, а также эффективности инвестированных в нее

финансовых ресурсов. Основными методами анализа дебиторской задолженности, которые выделяют авторы, исследовавшие проблемы управления дебиторской задолженностью, являются:

1) определение периода оборачиваемости дебиторской задолженности;

2) определение доли дебиторской задолженности в общем объеме оборотного капитала;

3) распределение дебиторской задолженности по срокам возникновения;

4) определение чистой реализационной стоимости дебиторской задолженности или оценка ее с позиции платежной дисциплины.

Но существуют и некоторые различия в подходах ученых. Например, только И.А. Бланк дополнительно определяет сумму эффекта, полученного от инвестирования в дебиторскую задолженность, а С.М. Пястолов считает необходимым проводить частный анализ предприятий-дебиторов. В.В. Ковалев проводит анализ дебиторской задолженности с позиций критического ее уровня.

Данное разнообразие существующих методов анализа дебиторской задолженности позволяет финансовому менеджменту российских и зарубежных компаний применять их на практике и совершенствовать. Так, помимо описанных выше традиционных методов анализа в российской практике используют частный анализ потенциальных дебиторов, применяя метод оценки кредитной истории, который основан на ранжировании клиентов по следующим показателям: 1) период работы с покупателем; 2) период существования пред-