

## 8.2. РОЛЬ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В РЕШЕНИИ ЗАДАЧ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ КРУПНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ РОССИИ

Агрба Д.В., аспирант;  
Пастухова Н.Б., соискатель

*Всероссийская государственная налоговая академия Минфина РФ*

В данной статье рассмотрена непосредственная связь между рынком деривативов и финансовой политикой организации. Выявлены возможности, которыми может воспользоваться любое предприятие в целях получения прибыли с помощью рынка производных финансовых инструментов. Детально проанализированы принципы работы некоторых производных инструментов обращающихся на биржах.

Интеграция финансового рынка Российской Федерации в глобальный рынок влечет за собой развитие разнообразных финансовых инструментов, применяемых в отечественной практике. Рынок производных финансовых инструментов в РФ прошел этапы своего становления в целом удачно, но пока не достиг таких масштабов, которые способны повлиять определяющим образом на состояние первичного базисного финансового рынка. В этом состоит определенное преимущество отечественного рынка, так как в российских условиях можно учиться на ошибках Запада и ограждать своих участников от нежелательных экспериментов с производными финансовыми инструментами.

Мировой финансовый кризис 2007-2009 г. реальный производственный сектор российской экономики переживает более уверенно, нежели европейский, так как еще не достаточно вовлечен в международную систему финансовых отношений, завязанных на деривативных рынках. Безусловно, степень влияния российских финансовых рынков на экономическое положение в реальном секторе повышается с каждым днем, но в то же время их общая текущая слабость вызывает повышенную волатильность в различных сегментах, существенную уязвимость от настроений иностранных участников вследствие малочисленности национальных корпоративных инвестиционных источников.

Для решения определенных финансовых задач любое крупное предприятие, как и, например, банковское учреждение, может воспользоваться услугами и инструментами как фондового рынка, так и рынка производных финансовых инструментов. Безусловно, в целях упрощения оперирования на данных рынках и увеличения возможностей действия на них предприятию необходимо произвести первичный выпуск акций (в случае если организационно-правовая форма – открытое акционерное общество) на биржевой рынок, т.е. произвести IPO (initial public offering). Однако и без данной процедуры предприятия могут производить операции на данных рынках, преследуя различные цели, например: для организации, которая в своей деятельности имеет какие-либо отношения с поставками импортных товаров, будет интересен инструмент, «завязанный» на курсах валют, в целях минимизации валютного риска; для организаций, пользующихся многомиллионными кредитными займами или же предоставляющим коммерческие кредиты, будут

интересны инструменты со встроенным кредитным риском (например, структурный инструмент – флорлетс) в целях минимизации кредитного или процентного риска; также для абсолютно каждого предприятия, имеющего временно свободные финансовые средства, имеется возможность для спекулятивной игры на срочном рынке в целях получения дополнительного дохода от данных операций, а соответственно улучшения финансового состояния организации.

В целях осуществления операций на срочном рынке необходимо понимать сущность производных инструментов, как простейших, так и структурных, их функции, возможности и различия в применении, знать и уметь применять на практике основные стратегии и комбинации при операциях с данными деривативами.

В связи с достаточно недавней интеграцией российского рынка в мировую финансовую систему отечественный рынок деривативов представлен в основном двумя инструментами – фьючерсами и опционами – и, соответственно, их вариациями на различные базисные активы.

Дадим определение и основные характеристики фьючерсным и опционным контрактам.

Фьючерсный контракт – это обязательство, предполагающее поставку или принятие поставки базового актива на дату окончания (или ранее) срока действия фьючерсного контракта.

Основными характеристиками фьючерсного контракта являются:

- начальная маржа;
- расчетная цена;
- фьючерсная цена;
- базис.

Начальная маржа (initial margin) – гарантийный взнос (залог) участника при открытии позиции по контракту, составляющий обычно 2-10% от стоимости контракта, что соответствует возможному дневному изменению фьючерсной цены.

Расчетная цена – цена, которая определяется по итогам торговой сессии как некоторая средняя величина на основе сделок, заключенных в ходе данной сессии. Расчетная цена последнего торгового дня называется единой ценой.

Фьючерсная цена – это цена, которая фиксируется при заключении фьючерсного контракта. При заключении фьючерсного контракта фьючерсная цена может быть выше спот-цены базисного актива, такая ситуация именуется контанго (contango) или ниже спот-цены базисного актива – бэквардейшн (backwardation). В результате действия арбитражеров к моменту исполнения фьючерсного контракта фьючерсная цена становится равной цене спот.

Разница между спот-ценой базисного актива и фьючерсной ценой называется базисом. Однако в целях приведения данной величины к положительному результату в случае с финансовыми фьючерсными контрактами базис определяется как разность между фьючерсной ценой и спот-ценой.

Рассмотрим подробнее схемы и порядок расчетов при работе с фьючерсами. Необходимо отметить, что условия фьючерсных контрактов могут допускать внесение начальной маржи как деньгами, так и ценными бумагами. По результатам торгов расчетная палата (биржа) ежедневно определяет финансовые результаты (прибыли или убытки) участников, называемые вариацион-

ной маржой. Расчетная палата списывает деньги со счета стороны, получившей отрицательный результат (имеющей отрицательную вариационную маржу), и зачисляет их на счет стороны, получившей положительный результат (имеющей положительную вариационную маржу). Например, если лицо открывает длинную позицию по фьючерсной цене 100 руб. и в этот же день закрывает ее по более высокой – 120 руб., то разница между данными ценами – 20 руб. – составит его прибыль. Если же он закроет позицию по более низкой цене, то создавшаяся разница – его убыток. Следовательно, можно сделать вывод, что покупатель контракта выигрывает при дальнейшем росте фьючерсной цены, а продавец – наоборот, при падении.

В целях недопущения чрезмерной спекуляции фьючерсными контрактами и усиления гарантий их исполнения биржа устанавливает по каждому виду контракта лимит отклонения фьючерсной цены текущего дня от цены предыдущего дня. Если подаются заявки по более высоким или низким ценам, то они не будут исполняться.

Если фьючерсная цена окажется выше спот-цены, то арбитражеры начнут продавать фьючерсные контракты и одновременно покупать базисный актив. Разность между фьючерсной ценой и ценой спот базисного актива составит их прибыль. Приобретенный на спотовом рынке базисный актив они поставят во исполнение фьючерсного контракта. При возникновении такой ситуации арбитражеры начнут активно продавать фьючерсные контракты, что понизит фьючерсную цену. Одновременно они станут покупать базисный актив на спотовом рынке, что вызовет рост спот-цены. В результате их действий фьючерсная цена и спот-цена окажутся одинаковыми или почти одинаковыми. Некоторая разница может возникнуть в силу комиссионных расходов, которые несут арбитражеры при совершении операций. Если фьючерсная цена к моменту истечения срока контракта окажется ниже цены спот, то арбитражеры начнут покупать фьючерсные контракты и одновременно продавать базисный актив. Получив базисный актив по фьючерсному контракту, они поставят его во исполнение спот-сделки. Их прибыль составит разницу между спот-ценой и фьючерсной ценой. В результате активных действий арбитражеров цена спот и фьючерсная цена сойдутся.

При расчете фьючерсной цены необходимо учитывать особенности фьючерсного рынка, в частности, тот факт, что позиции участников фьючерсной торговли переоцениваются расчетной палатой ежедневно. В результате арбитражер может потерять всю теоретически рассчитанную прибыль за счет отрицательной вариационной маржи, если динамика фьючерсной цены будет не в его пользу. Но если арбитражер сможет выплачивать отрицательную вариационную маржу, то результат будет такой же, как по форварду (без учета стоимости денег, т.е. процентных начислений на вариационную маржу).

Таким образом, арбитраж на фьючерсном рынке не является чистым, т.е. он содержит в себе некоторую долю риска (отсутствия средств на выплату вариационной маржи и принудительного закрытия позиции по контракту). Чем больше времени до истечения контракта, тем рискованнее арбитраж, так как для контрактов с большим сроком исполнения характерна более значительная амплитуда колебаний фьючерсной цены, чем для контрактов с меньшим сроком.

Одним из центральных моментов определения фьючерсной цены выступает стоимость удержания позиции (cost of carry). Стоимость удержания позиции включает в себя следующие элементы:

- расходы по хранению и страхованию актива;
- доходы (расходы) в виде процентных выплат (платежей), который получил (заплатил) бы инвестор, если бы он вложил (взял в кредит) на срок действия контракта сумму, потраченную на приобретение базисного актива. Таким образом получается:

**Фьючерсная цена = Цена спот + Процент по депозиту (кредиту) + Расходы по хранению и страхованию.**

Для финансового фьючерсного контракта в расчете фьючерсной цены участвует также доход, полученный от инвестиции:

**Фьючерсная цена = Цена спот + Процент по депозиту (кредиту) + Расходы по хранению и страхованию – Доходы от владения базовым активом.**

Если данное соотношение не выдерживается, то возникает возможность совершения арбитражной операции.

Необходимость учета процентных ставок по фьючерсной цене не зависят от, того привлекаются или нет инвестором заемные средства, а по следующей причине: поскольку поступление денег в виде оплаты стоимости контракта происходит не в момент заключения сделки, а по истечению срока действия контракта, то вполне справедливо по отношению к продавцу фьючерса компенсировать ему неполученный потенциальный доход, который продавец контракта мог бы получить, продав базовый актив и вложив полученную сумму на банковский депозит на период, равный сроку действия фьючерсного контракта.

Общий принцип расчета теоретической фьючерсной цены таков: справедливой фьючерсной ценой будет та цена, при которой нет разницы, а значит, нет возможности арбитража между покупкой (продажей) базового актива и продажей (покупкой) фьючерса.

В реальности не существует такой идеальной рыночной цены, так как существуют различия в затратах, в налогообложении, в условиях транспортировки и пр. товаров, являющихся базовыми активами фьючерсов.

Опционные контракты по своей структуре, разнообразию вариаций и видов представляют собой более сложный финансовый инструмент по сравнению с фьючерсами.

Опционный контракт представляет собой право купить или продать определенное количество базового актива по определенной в опционном контракте цене и в определенную дату в будущем или до наступления указанной даты.

Необходимо отметить, что опцион предоставляет покупателю именно право, а не налагает обязательство. От реализации права покупателю опциона можно отказаться без каких-либо последствий, т.е. максимальный убыток в случае отказа покупателя от своего права ограничен ценой опциона – премией. Однако продавец опциона имеет именно обязательство поставить или принять поставку базового актива в случае, если покупатель опциона реализует свое право, соответственно, купить или продать базовый актив, следовательно, потенциальный убыток продавца практически не ограничен.

Существуют следующие виды опционов:

- опцион колл и пут;
- американский опцион;

- европейский опцион (табл. 1).
- Опционный контракт характеризуется следующими параметрами:
  - цена исполнения – цена, установленная в опционном контракте, по которой можно купить или продать базовый актив;
  - исполнение опциона – реализация покупателя опциона своего права купить или продать базовый актив.

Таблица 1

**ВИДЫ ОПЦИОНОВ И ИХ СОДЕРЖАНИЕ**

Опцион	Содержание
Колл (call option)	Право купить определенное количество базового актива по определенной в опционном контракте цене и в определенную дату в будущем или до наступления указанной даты
Пут (put option)	Право продать определенное количество базового актива по определенной в опционном контракте цене и в определенную дату в будущем или до наступления указанной даты
Американский	Право купить или продать определенное количество базового актива по определенной в опционном контракте цене в любую дату до истечения срока действия опциона
Европейский	Право купить или продать определенное количество базового актива по определенной в опционном контракте цене в определенную дату в будущем

При покупке опциона открывается длинная позиция (long position) или длинный опцион, соответственно, при продаже опциона открывается короткая позиция (short position). В таком случае продавец опциона именуется надписателем опциона. Далее рассматривается разница между короткой и длинной позиции в зависимости от типа опциона (пут или колл) (см. табл. 2).

Таблица 2

**СОДЕРЖАНИЕ ПОНЯТИЙ «ДЛИННАЯ» И «КОРОТКАЯ» ПОЗИЦИЯ ДЛЯ ОПЦИОНА ПУТ И КОЛЛ**

Позиция	Опцион колл	Опцион пут
Длинная позиция	Приобретения права на покупку базового актива	Приобретение права на продажу базового актива
Короткая позиция	Обязательство продать базовый актив	Обязательство купить базовый актив

Одной из важнейших характеристик опционных контрактов является закрытие и открытие позиций. Открытие (opening) позиции означает, что позиция создана или увеличена, закрытие (closing) – позиция уменьшена либо ликвидирована (табл. 3).

Таблица 3

**КЛАССИФИКАЦИЯ ДЕЙСТВИЙ ИНВЕСТОРА ПРИ ЗАКРЫТИИ ИЛИ ОТКРЫТИИ ПОЗИЦИИ**

Показатель	Открытие	Закрытие
Покупка опциона	Открытие длинной позиции путем покупки опциона	Ликвидация или уменьшение короткой позиции продавца путем покупки опционов
Продажа опциона	Открытие короткой позиции путем продажи опциона	Ликвидация или уменьшение длинной позиции покупателя путем продажи опционов

Опцион, которые торгуются на бирже, называются – котированные опционы (listed options), они имеют фиксируемые сроки исполнения. На биржах устанавливается график возможных сроков погашения, обычно контракты имеют сроки погашения до девяти месяцев. На большинстве бирж опционы торгуются на контрактной

основе, т.е. размер заявки на выполнение сделки измеряется в контрактах, а не в отдельных опционах (если инвестор желает приобрести опционы на 4 000 акций, а величина контракта составляет 40 ед., то ему необходимо приобрести 100 контрактов).

Допустимые цены исполнения определяются биржами и следуют схеме, аналогичной графику сроков исполнения опциона. Правила биржи, например, могут гласить, что должны быть предложены не менее пяти цен исполнения в обоих направлениях для любого срока исполнения (рис. 1).

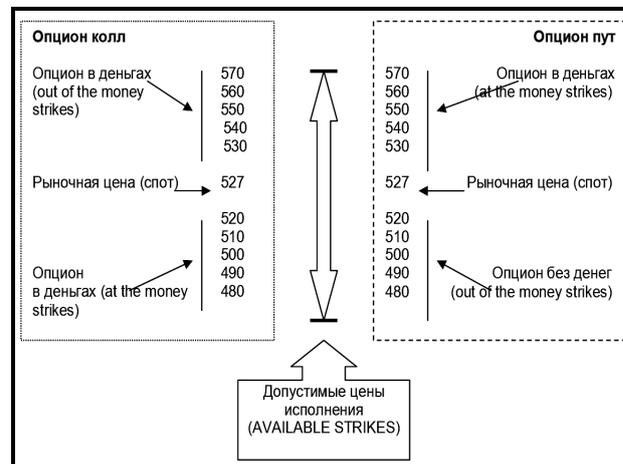


Рис. 1. Допустимые цены исполнения опциона при условии вариации пяти цен со спрэдом в 10 ед. и условной рыночной ценой в 527 ед.

При сравнении рыночной цены и цены исполнения возможны три варианта.

- Цена исполнения равна текущей рыночной цене, в этом случае говорят, что опционы колл и пут «при деньгах» (at the money).
- Цена исполнения ниже текущей рыночной цены (см. рис. 1).
- Цена исполнения выше текущей рыночной цены (см. рис. 1).

Цена опциона состоит из двух компонентов:

$$\text{Цена опциона} = \text{Внутренняя стоимость} + \text{Временная стоимость}.$$

Внутреннюю стоимость имеют лишь опционы «в деньгах», в табл. 4 представлены значения внутренней стоимости опционов в зависимости от значения цены исполнения. Временная стоимость рассчитывается путем вычитания внутренней стоимости из его премии.

Таблица 4

**ЗНАЧЕНИЯ ВНУТРЕННЕЙ СТОИМОСТИ ОПЦИОНОВ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ЗНАЧЕНИЯ ЦЕНЫ ИСПОЛНЕНИЯ**

Опцион	Цена исполнения < рыночной	Цена исполнения ≥ рыночной
Колл	$\text{Внутренняя стоимость} = \text{Рыночная цена} - \text{Цена исполнения}$	$\text{Внутренняя стоимость} = 0$
Пут	$\text{Внутренняя стоимость} = 0$	$\text{Внутренняя стоимость} = \text{Цена исполнения} - \text{Рыночная цена}$

На образование цены опциона влияет ряд следующих факторов:

- цены базового актива – если опцион колл является опционом «в деньгах», то чем выше цена базового актива, тем выше внутренняя стоимость, и, тем самым, выше премия (цена опциона). Если опцион колл является опционом «без

денег», тогда чем выше цена актива, тем выше вероятность исполнения опциона с прибылью, и тем выше временная стоимость, и, следовательно, цена опциона;

- время до исполнения – чем больше срок исполнения опциона, тем выше вероятность того, что опцион будет исполнен с прибылью, поэтому больше временная стоимость опциона;
- процентные ставки. Зависимость цены опциона и процентных ставок носит довольно сложный характер. Опцион колл можно рассматривать как право покупки базового актива по дисконтированной цене по отношению к будущей цене базового актива: чем выше процентная ставка, тем больше дисконтирующий множитель, тем выше цена опциона. Тем самым при прочих равных условиях цены опционов должны расти при росте краткосрочных процентных ставок;
- изменчивость цены базового актива. Изменчивость цен является мерой измерения предполагаемых колебаний в движениях цен базовых активов опционов. Чем выше амплитуда предполагаемых колебаний цен активов, лежащих в основе опционов, тем больше вероятность того, что опцион будет исполнен с прибылью и, следовательно, выше цена опциона.

Для компаний, реализующих свою финансовую деятельность путем оперирования на срочном рынке, безусловно, интересны стратегии, которые можно выстраивать на основе представленных инструментов.

В зависимости от того, какие цели преследует компания при оперировании на данном рынке, можно выделить два основных типа стратегий – хеджевые (инвестору главное сохранить вложенные средства и огородить себя от финансового риска, либо его минимизировать) и спекулятивные (главная цель – преумножить вложенные средства, при этом идя на определенный риск).

Стратегия (strategy) – это комбинация разных опционов и, возможно, базового актива в одном портфеле, который создан для достижения поставленной инвестором цели.

Существует множество различных стратегий. В зависимости от ожиданий поведения рынка можно выделить «бычьи», «медвежьи» и нейтральные стратегии.

- «Бычьи» стратегии ориентированы на повышение стоимости базового актива.
- «Медвежьи» стратегии подразумевают понижение стоимости базового актива в будущем.
- Нейтральные стратегии используются при ожидании колебания цены базового актива около некоторой величины.

В данной статье рассмотрены основные и наиболее простые стратегии, ориентированные как на получение прибыли, так и на страхование инвестированных средств, так как для рассмотрения более сложных комбинаций потребуется отдельное исследование.

Основными факторами, влияющими на выбор опционной стратегии, являются:

- направление движения цен на рынке базового актива;

- степень его волатильности (с ростом волатильности растет цена опциона, и наоборот);
- время до момента истечения опциона (с течением времени опционы имеют свойство терять свою стоимость).

Наиболее простыми для понимания являются стратегии покупки call и покупки put. Основная привлекательность покупки опционов – по крайней мере, для начинающего инвестора – в возможном кредитном плече и ограниченном риске. Можно вложить совсем небольшие деньги, а получить большую доходность в случае правильного угадывания направления цены, т.е. при покупке опциона call, инвестор ожидает повышение цены базового актива и, следовательно, покупает право его покупки по более низкой цене его исполнения, тем самым страхуя себя от повышения цены базового актива; получается, что убыток покупателя call ограничивается премией, которую, он заплатил за опцион, а прибыль не ограничена. Соответственно при покупке опциона put условия действия инвестора идентичны, за исключением того, что ему выгодно падение цены базового актива. Кроме того, эти стратегии удобно использовать для хеджирования имеющихся позиций по базовому активу.

Одновременно простыми, но наиболее рискованными являются продажа call и продажа put, так как потенциал прибыли ограничен полученной премией, а убытки могут быть неограниченными. В данном случае для ограничения возможного риска применяются наиболее распространенные стратегии покрытый call и покрытый put. Они предполагают продажу опционов и одновременную покупку или продажу базового актива, что сохраняет потенциальную прибыль и уменьшает убытки. В табл. 5 приведены основные характеристики данных стратегий.

С увеличением объемов операций по хеджированию и в условиях резко возросшей волатильности рынка простые опционные стратегии уже не могут гарантировать ожидаемых результатов, особенно если рассматривать инвестиционные портфели с различными базисными активами и многомиллионными контрактами.

В данных условиях на базе опционных и фьючерсных контрактов создаются так называемые структурные инструменты, которые позволяют защитить позиции на рынке при его движении в любую сторону либо могут ограничить максимальный риск, но и ограничивая при этом максимальный доход по данному инструменту в условиях как высокой, так и умеренной волатильности рынка. В состав структурного инструмента, как правило, входят различные опционы и фьючерсы, а также опционы на фьючерсы; в более сложные инструменты могут входить уже целые отношения этих инструментов.

Таблица 5

#### ХАРАКТЕРИСТИКИ ПОВЕДЕНИЯ ИНВЕСТИРОВАННЫХ СРЕДСТВ ПРИ ИСПОЛЬЗОВАНИИ ОПЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ

Стратегия	Ожидание	Прибыль	Убыток	Точка безубыточности
Покупка call	Повышение цены базовый актив	Неограничена	Max – Уплаченная премия	Страйк + Уплаченная премия
Покупка put	Понижение цены базовый актив	Неограничена	Max – Уплаченная премия	Страйк – Уплаченная премия
Продажа call	Цена б/а не повысится, но может понизиться + стабильность рынка	Max – Полученная премия	Неограничен	Страйк + Уплаченная премия
Продажа put	Цена б/а не снизится, но может повыситься + стабильность рынка	Max – Полученная премия	Неограничен	Страйк – Уплаченная премия
Покрытый call	Цена б/а повысится + стабильность или рост рынка	Max – Полученная премия	Неограничен, при условии существенного падения цены б/а	Цена б/а – Полученная опционная премия
Покрытый put	Цена б/а снизится + стабильность или падение рынка	Max – Полученная премия	Неограничен, при условии существенного роста цены б/а	Цена б/а + Полученная опционная премия

Можно задаться вопросом о целесообразности существования данных инструментов, ведь стандартные инструменты просты в использовании и дают 100%-ное страхование от финансового риска, однако есть одно «но» – они не позволяют компании-хеджеру получить прибыль при движении рынка в «ее сторону» и зачастую имеют высокую стоимость. Также эти инструменты гарантируют полный возврат капитала и более понятны со стороны результата их действия для инвестора, т.е. нет необходимости вникать в суть механизма действия данного инструмента. Но, несмотря на то, что «сложные» инструменты более гибки к изменениям рынка и имеют меньшую стоимость, часть рисков при этом может оставаться на компании-хеджере, т.е. она принимает риск возникновения части убытков или недополучения прибыли «на себя». Так же еще одной сложностью при оперировании данными инструментами являются трудности налогообложения и отражения данных операций в отчетности, а именно – вопрос относительно дат признания опционных премий в налоговом учете (особенно если учесть, что большинство структурных инструментов включают в себя множество опционов). В соответствии с нормами Налогового кодекса РФ (НК РФ) возможно признавать опционные премии следующим образом:

- пропорционально сроку действия финансового инструмента срочной сделки;
- на дату заключения сделки;
- на дату перечислений премии;
- на дату исполнения опциона / окончания сделки.

Кроме того, актуальным является вопрос относительно дат признания финансового результата для целей налогообложения и адекватности формирования налоговой базы по опционным контрактам из-за неясности норм НК РФ в отношении необходимости осуществления переоценки опционных контрактов на конец отчетного (налогового) периода. Данная неясность для многих участников финансового рынка в отношении налогообложения опционных контрактов обусловлена механизмом действия инструмента, его юридической структурой и возможностью отражения инструмента по «справедливой стоимости».

В целях более полного представления данных инструментов необходимо привести несколько примеров таковых, существующих на российском срочном рынке.

Инструмент флорлетс (floorlets) представляет собой серию купленных европейских барьерных опционов (барьерный опцион – опцион, выплата по которому зависит от того, достигла ли цена базового актива некоторого уровня за определенный период времени или нет) пут на процентную ставку. По данному инструменту стороны договариваются об обмене денежными потоками, представляющими собой произведения, например, плавающей и фиксированной процентной ставок на условную сумму (notional amount) при наступлении события (например, LIBOR ниже определенного уровня) на одну из дат исполнения барьерных опционов пут, что особенно актуально для компаний, привлекающих многомиллионные кредиты или предоставляющих коммерческие займы.

Эффективность данного продукта заключается в том, что покупатель опциона флорлетс гарантирует себе минимальную процентную ставку по заимствованию, т.е. в случае, если, например, LIBOR 1Y на дату исполнения (выплаты процентов) будет ниже зафиксированной процентной ставки, продавец флорлетс

уплатит покупателю разницу в виде произведения условной суммы на разницу между рыночной и фиксированной процентными ставками. Минусом является то, что убыток, полученный по деривативу, не обращающемуся на организованном рынке, не уменьшает налоговую базу, определяемую в общем порядке.

Еще одним структурным инструментом, обращаемым на российском срочном рынке, является опцион коллар (option collar). Он представляет собой продажу валютного опциона колл и приобретение опциона пут (или наоборот) с одинаковыми датами исполнения и объемами базисного актива, но разными ценами исполнения. Хеджер – покупатель опциона коллар, например, приобретает опцион колл с определенным курсом исполнения и продает опцион пут с более низким курсом исполнения и, соответственно, с более низкой опционной премией. Таким образом, он снижает расходы по сделке, частично компенсируя уплаченную премию по опциону колл премией, полученной по опциону пут.

Эффективность данного продукта заключается в том, что опцион коллар существенно снижает стоимость хеджирования, но может повлечь возникновение убытка у хеджера. При налогообложении этого продукта в случае отражения единого инструмента или двух различных контрактов сложности возникают при составлении налогового расчета, подтверждающего осуществление операции хеджирования, по проданному опциону пут в связи с обязательностью со стороны контрагента исполнять контракт на дату исполнения. Таким образом, существует высокая степень вероятности, что расходы по опциону пут у компании будут учитываться в налоговой базе по финансовому инструменту срочного рынка, не обращающемуся на организованном рынке, как спекулятивная сделка. Эту проблему можно решить, например, путем заключения контрагентами данного контракта в виде форварда (взаимные обязательства контрагентов) с ценой исполнения, определяемой по формуле или зависящей от изменения рыночных курсов. Но такая возможность – скорее исключение, чем правило.

Одной из наиболее «биржевых» стратегий, отражающей сложные структуры выплат по создаваемому синтетическому продукту и гибко отвечающей требованиям инвестора к профилю «риск / доходность», при применении которой, например, возможен рост портфеля акций до определенного предела с одновременным ограничением просадки, является «бычий» спрэд. Данная стратегия имеет смысл даже в настоящее время, когда опционные премии очень высоки.

Данная стратегия по сути объединяет в себе достоинства хеджа с возможностью получить высокую доходность на росте с учетом реальной недооцененности рекомендуемых к покупке акций.

Вышеприведенная стратегия частично хеджирует риск по портфелю акций инвестора и одновременно поддерживает высокую норму прибыли в случае движения рынка вверх, т.е. она приемлема как для осторожных, так и для агрессивных инвесторов.

Для консервативного инвестора, ожидающего роста портфеля акций, в условиях крайне высокой волатильности и после сильного (около 50%) падения рынка данная стратегия является наиболее привлекательной.

Ее преимущества:

- максимальный убыток фиксирован, как бы сильно не падал рынок;

- низкий уровень убытка;
- достаточно высокий уровень доходности.

Недостатком стратегии является ее неприбыльность при боковом движении рынка.

Необходимо отметить, что данная синтетическая позиция – это по сути структурный продукт на рост портфеля акций с композицией «акции + опционы», где опционы частично хеджируют от падения, частично усиливают доходность портфеля акций. Также существуют стратегии на получении прибыли при боковом движении и падении.

Итак, мы выяснили, что при поступательном развитии российского рынка деривативов, при увеличении объемов торгов и появлении новых инструментов игроки все больше отдают предпочтение хеджевым позициям, учитывая нынешнее состояние мировой финансовой системы. Однако, «привыкая» к структурным хеджевым продуктам, инвесторы, особенно «агрессивные», начинают осваивать давно известные на Западе продукты с двумя основными составляющими – хедж плюс доходность, что и обуславливает расширение сферы применения сложных структурных продуктов и совершенствование качественных и количественных свойств данных позиций на российском рынке производных финансовых инструментов.

Но в условиях относительно слабой законодательной базы российского срочного рынка и его неразвитости по сравнению с зарубежными данными инструменты пока доступны больше институциональным инвесторам, нежели частным в связи с большим «входным порогом» средств. В дополнение к этому необходимо отметить, что ошибки хеджирования могут приводить к большим убыткам, что является еще одним веским аргументом, вследствие чего многие российские игроки предлагают инвесторам только самые простые стратегии, не раскрывающие всего многообразия производных продуктов, доступных на российском рынке.

Таким образом, получается, что управлять свободными финансовыми средствами компании с помощью рынка производных финансовых инструментов в РФ возможно, но практически пока достаточно сложно ввиду неразвитости данного сегмента рынка, его малой законодательной обеспеченностью и отсутствия достаточного опыта оперирования с данными инструментами, однако уже сейчас предпринимаются меры как профессиональными участниками рынка ценных бумаг так и регуляторами совместно с государством, в целях продвижения данного сегмента рынка и увеличения его роли в финансовой системе РФ.

*Агрба Джемал Вахтангович;  
Пастухова Наталья Борисовна*

## Литература

1. Налоговый кодекс РФ [Электронный ресурс] : часть вторая от 5 августа 2000 г. : ред. от 14 марта 2009 г. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. О форвардных, фьючерсных и опционных биржевых сделках [Электронный ресурс] : письмо ГКАП РФ, КТБ от 30 июля 1996 г. №16-151/АК. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. Базовый курс по рынку ценных бумаг [Текст] : учеб. пособие. – М. : ИФРУ, 2006.
4. Национальная ассоциация участников фондового рынка [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа: <http://www.naufor.ru>.

5. Федеральная служба по финансовым рынкам [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа: <http://www.fcsm.ru>.
6. Финансовое консультирование на фондовом рынке: для специалистов по корпоративным финансам и специалистов рынка ценных бумаг [Текст] / под общ. ред. О.Г. Меликяна : в 2 т. Т. 1. – М. : Флинта : Наука, 2005.

## Ключевые слова

Фондовый рынок; производный финансовый инструмент; крупное предприятие; финансовая политика; опцион; фьючерс; форвард.

## РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность вопросов, рассмотренных в статье, не вызывает сомнения и заключается в том, рынок производных финансовых инструментов является одной из важнейших частей финансовой системы как Российской Федерации, так и мира в целом. Значимость выбранной авторами темы исследования заключается также в том, что на данном этапе развития мировой финансовой системы ее нельзя представить без такой составляющей, как рынок финансовых деривативов, который выполняет исключительные функции регулирования, страхования и перераспределения ресурсов на финансовом рынке.

В работе приводится анализ вариантов взаимодействия финансовой политики организации и инструментов срочного рынка. Выявлены возможности, которыми может воспользоваться любое предприятие в целях получения прибыли с помощью рынка производных финансовых инструментов. Детально проанализированы принципы работы некоторых производных инструментов, обращающихся на биржах.

Статья написана на хорошем теоретическом уровне, с использованием новейших данных. В статье корректно дается оценка и пути совершенствования взаимодействия реального сектора и срочного рынка РФ. Характеризуя работу, необходимо отметить, что избранная автором логика исследования, последовательность и содержание статьи позволяет глубоко и качественно раскрыть тему, что свидетельствует о теоретическом стиле мышления автора, который дает ему возможность делать глубокие обобщения и формулировать умозаключения. Данная статья отвечает требованиям к издаваемым материалам и может быть рекомендована к публикации.

*Ишина И.В., д.э.н., профессор, зав. кафедрой «Финансы и кредит»  
Всероссийской государственной налоговой академии Минфина РФ*

## 8.2. ROLE OF DERIVATIVES IN FINANCIAL POLICY AIMS SOLVING OF LARGE-SCALE ENTERPRISES IN RUSSIA

D.V. Agrba, Post graduate Student;  
N.B. pastukhova, Competitor

*Tax Academy*

In this article there was considered the direct connection between the derivative market and financial policy of enterprises. It was determinate capacity which can be used by any company in the aims to realize a profit using derivative market. In the article there were analyzed principles of some derived instruments operation which circulate on exchanges.

## Literature

1. «Basis course of equity market: study book» – M. IFRU, 2006.
2. Tax code of Russian Federation from 19.02.2000 (p.2) (in ed. from 14.03.2009).
3. Letter of GKAP RF, KTB «About the forward, futures and option sock deals» №16-151/AK from 30.07.1996.
4. Financial consulting on stock market: for specialists of corporate finance and specialist of equity market / Under common ed. O.G. Melikyana: v 2. Part 1. – M.: Flinta: Science, 2005.
5. Official site of Federal service of financial markets – [www.fcsm.ru](http://www.fcsm.ru)

6. Official site of National association of stock market members (NAUFOR) – [www.naufor.ru](http://www.naufor.ru)

**Keywords**

Stock market; derivative; large-scale enterprise; financial policy; option; futures; forward.