

## Производные ценные бумаги и их роль на финансовом рынке

© 2009 А.Р. Махмутов

Башкирский государственный аграрный университет, г. Уфа

В статье раскрыто понятие производных финансовых инструментов (деривативов), определены их место и роль на финансовом рынке, связь между их общей стоимостью и величиной денежной массы. Рассмотрен вопрос о росте стоимости ценных бумаг как инфляции финансовых активов.

*Ключевые слова:* фондовый рынок, финансовый рынок, производные ценные бумаги.

На финансовом рынке, частью которого являются фондовый рынок, рынок ссудных капиталов и валютный рынок, обращаются объекты купли-продажи, отражающие право собственности на право собственности, которое у покупателя возникнет в будущем. В силу этого товарами, обращающимися на финансовом рынке, нельзя распоряжаться как реальными: их нельзя сдавать в аренду, продавать, дарить.

Характерной особенностью развития финансового рынка стало появление производных ценных бумаг. К производным ценным бумагам, или деривативам, принято относить форварды, фьючерсы, опционы, свопы, соглашения о будущей процентной ставке, конвертируемые ценные бумаги (варранты и конвертируемые облигации) и др.<sup>1</sup>

К производным ценным бумагам необходимо отнести такие, в основе которых лежат базисные и другие фиктивные активы, а цены на них зависят от изменения цен на эти активы.

Основываясь на данном определении, можно выделить следующие свойства производных инструментов:

- цены производных инструментов базируются на ценах базисных активов;
- операции с производными финансовыми инструментами позволяют получать прибыль при минимальных инвестиционных вложениях;
- производные инструменты носят срочный характер.

Теоретически деривативные контракты можно ввести на каждый продукт так же, как и выпустить страховой полис на любое событие жизни, что и происходит в реальности. Деривативы также используются банками для того, чтобы нарастить объемы выдаваемых кредитов; например, чтобы выдать больше жилищных кредитов, банки выпускают ипотечные облигации и размещают их на рынке. Есть деривативы на сельскохозяйственную продукцию, валюту, индексы, результаты спортивных событий, поставки электроэнергии. Среди последних нововведений -

<sup>1</sup> Устюжанина Е.В., Петров А.Г., Садовнича А.В., Евсюков С.Г. Корпоративные финансы. М., 2008. С. 505-539.

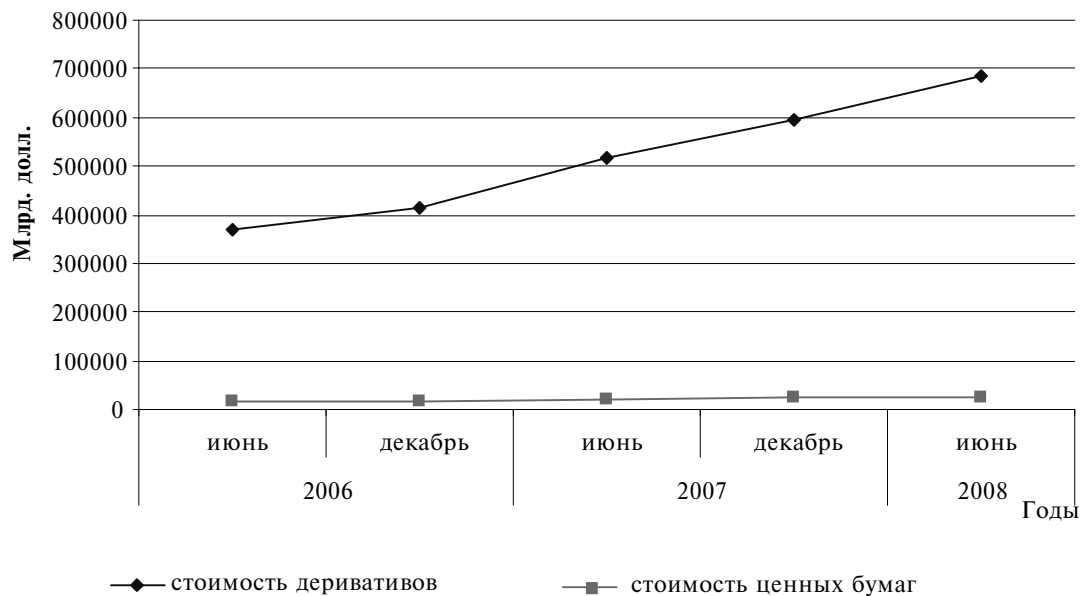
контракты на погоду, пользователями которых являются, например, поставщики и потребители топливной нефти. Появление данных принципиально новых финансовых инструментов позволило диверсифицировать и структурировать риски, разделять и продавать отдельно кредитный и рыночный риск, а также хеджировать операции. Нельзя упускать из виду и еще одну важную функцию рынка производных финансовых инструментов. Он выполняет связующую, т.е. интегрирующую функцию между товарными и финансовыми рынками и шире - экономической и даже политической системами: ведь базовым активом этих финансовых инструментов могут выступать и финансовые, и реальные активы, и любые изменяющиеся (т.е. подверженные риску изменения) величины: от природных катаклизмов до рейтингов кандидатов в президенты. Таким образом, речь идет о перераспределении и хеджировании широкого спектра социальных и технологических рисков глобальной экономики. Деривативы распределяют риск и показывают вероятность дефолта для каждого отдельного финансового актива, но одновременно создают системный риск.

В настоящее время рынок производных финансовых инструментов является одним из наиболее динамично развивающихся сегментов финансового рынка в мире<sup>2</sup>. Стоимость деривативов на порядки больше стоимости обычных ценных бумаг, при этом темп прироста стоимости деривативов составляет 30-40% в год (см. рисунок)<sup>3</sup>.

Мощный импульс развитию валютного и фондового международных рынков дали такие факторы, как переход к плавающим валютным курсам, ослабление государственного регулирования в финансовой сфере, продолжающийся быстрый рост международной торговли товарами и услугами, достижение нового уровня в ком-

<sup>2</sup> Кравченко П.П. Проблемы и перспективы развития рынка ценных бумаг Российской Федерации // Менеджмент в России и за рубежом. 2008. № 2. С. 16-20.

<sup>3</sup> Quarterly Review. March. 2009 / Bank for International Settlements. Mode of access: <http://www.bis.org>. 16. 07. 2009.



**Рис. Динамика роста стоимости ценных бумаг и деривативов в 2006-2008 гг.**

пьютерной и телекоммуникационной технологиях и другие процессы.

Развитие виртуальной части финансового рынка достигло масштабов, в десятки раз превосходящих операции с реальными активами. Из инструментов, призванных уменьшать локальные риски, деривативы превратились в один из мощнейших факторов системного риска всех мировых финансов. Традиционно присущие сектору риски кредитные институты начали списывать со своих балансов путем создания синтетически скроенных деривативных продуктов. Кредитные риски стали переходить из банковского сектора к другим участникам инвестиционного сообщества. Иными словами, была нарушена привычная структура взаимоотношений между кредитором и заемщиком капитала, оценка кредитного риска стала менее жесткой. Таким образом, осуществляется перемещение риска из банковского сектора к небанковским инвестиционным структурам, что делает всю современную финансовую систему более крепкой, поскольку риск становится более диверсифицированным и лучше управляемым. Вместе с тем закон страхования гласит, что хеджирование, наряду с уменьшением риска отдельной стороны, увеличивает риск системы в целом.

Появление новейших форм товара приводит к формированию квазивоспроизводственных циклов, опосредуемых виртуальными операциями и сопровождающихся перемещением экономики на электронные торговые площадки.

Эволюция финансового рынка, выражающаяся в появлении производных ценных бумаг, привела к тому, что в экономике прогрессирующими темпами увеличивается количество объек-

тов обмена. Поэтому финансовый рынок можно охарактеризовать как инструмент перераспределения денежных средств посредством создания новых товаров, который являет собой, с одной стороны, канал финансирования экономики, дополняющий собственные денежные средства предприятия и бюджетные ассигнования, а с другой - предоставляет его участникам возможность обогащения.

Вложения в ценные бумаги в большинстве случаев являются более выгодными, нежели инвестирование в реальное производство, благодаря быстрому росту стоимости ценных бумаг, приводит к перетоку финансовых ресурсов из реального производства в финансовый сектор в целом и на фондовый рынок в частности.

Рост стоимости ценных бумаг можно рассматривать как инфляцию финансовых активов, но так как у держателя акций не возникает ощущения обесценивания его активов, в отличие от обычных товаров, где подобный гиперболический рост цен вызвал бы панику среди потребителей. Вследствие этого до какого-то момента времени не происходит выведения денег из финансовой сферы, поэтому инфляция не перетекает на потребительский рынок. При росте цен на обычные товары потребители стараются как можно быстрее потратить наличные деньги, что еще больше закручивает инфляционную спираль. При росте стоимости ценных бумаг наблюдается тот же эффект, инвесторы все больше денег вкладывают в ценные бумаги, так как они постоянно растут в цене, это вызывает еще большую инфляцию их стоимости, таким образом, закручивается инфляционная спираль финансовых активов.

В общем виде деятельность на рынке капитала включает в себя следующие этапы: формирование накоплений - вложение ресурсов - получение дохода. Получение достаточного дохода и прироста капитала является целевой установкой рынка.

Составные части финансового рынка обладают ярко выраженными особенностями, которые и определяют тенденции развития как их самих, так и рынков в целом. Финансовый рынок представляет собой движение капитала в денежной форме, причем закономерности этого движения определяются как процессами накопления капитала, так и спецификой взаимодействия рынка капиталов с денежным рынком.

Сложность структуры характеризуется различными пересекающимися группами элементов системы, детерминирующими различные структуры. Такие структуры переплетаются между собой и накладывают свои особенности на рынок капиталов, изменяя масштабы и структуру инвестиционного спроса.

Рассматривая фондовый рынок, необходимо изучить вопрос влияния изменений на рынке акций на реальный сектор. Согласно К. Марксу, поскольку обесценение или повышение стоимости ценных бумаг не зависит от движения стоимости действительного капитала, который они представляют, богатство нации после такого обесценения или повышения стоимости остается таким же, каким оно было до него.

На наш взгляд, данная оценка носит несколько упрощенный характер и отрицает обратную связь между реальным и финансовым секторами. Динамика рынка акций в целом совпадает с динамикой реального сектора, так как отражает изменения, происходящие в экономике. Первичным для курса акций и производных ценных бумаг является динамика реального сектора. Вместе с тем ситуация на фондовом рынке может оказывать обратное влияние на реальный сектор. Подъем на фондовом рынке создает новые возможности для привлечения инвестиционного капитала путем дополнительного выпуска акций. Кроме того, возможности привлечения банковского кредита также, как правило, зависят от курсовой стоимости акций компании. Таким образом, при прочих равных условиях рост рынка акций способствует росту производства.

Падение на фондовом рынке через механизм обратных связей может оказать влияние на реальный сектор точно так же, как подъем способствовал росту производства. Падение цен акций уменьшает возможности для компаний привлекать средства путем нового выпуска акций.

Уменьшение богатства, воплощенного в акциях, пусть и является чисто бумажным, означает резкое сокращение покупательной способности населения, поскольку в отдельных странах (в США доля активов населения в акциях и инструментах коллективного инвестирования составляет 33,8% от общего объема активов) значительная часть активов населения сосредоточена в акциях. Поэтому сокращение сбережений заставляет население пересматривать планы текущего потребления. Иными словами, просматривается прямая связь как на стадии подъема, так и на стадии спада.

Ликвидация фиктивных активов в результате биржевого краха означает резкое уменьшение инвестиционного спроса со стороны частных лиц, что также воздействует на состояние экономики.

Конечно, для конкретного инвестора (как физического, так и юридического лица) падение фондового рынка может означать потерю значительной части сбережений, особенно если его средства были потрачены на покупку акций на пике подъема, а продать их требуется в момент спада. Потери этого инвестора еще больше возрастают, если акции покупались в кредит, поскольку, как известно, эффект рычага, столь привлекательный при покупке с использованием заемных средств в условиях роста курсовой стоимости, действует в обратном направлении при понижении курсовой стоимости.

Диспропорции между величиной реальных активов, ценных бумаг и деривативов приводят к таким же искажениям в денежной системе. Подобная ситуация не самым лучшим образом отражается на устойчивости финансового рынка, поскольку несет в себе характерные черты финансовой пирамиды.

В процессе роста рынка финансовые институты выпускали вторичные, третичные и следующие степеней ценные бумаги, которые не только создавали мультипликационный эффект, но и требовали для обслуживания своего оборота дополнительные объемы наличных денег. В свою очередь, излишки денежных средств стимулировали рост фондового рынка, который, пропуская их через себя, создавал фиктивные активы, уменьшающие инфляционное давление на рынки реальных товаров.

Лавинообразное внедрение в практику новых финансовых продуктов, особенно деривативов - фьючерсов, свопов, опционов и т.д., которые в большей мере связаны с риском, чем классические инструменты, заметно сказывается на повышении общего риска финансовой системы,

а также проявляется в убытках и банкротствах конкретных финансовых учреждений. Так, Metallgesellschaft потерял в 1994 г. 1,5 млрд. долл. на операциях с нефтяными фьючерсами. Barings Bank обанкротился в 1995 г., потеряв 1,4 млрд. долл. на игре с японскими бумагами (Nikkei 225 index). Компания AIB в 2002 г. понесла убытки от фиктивных опционных контрактов в сумме 750 млн. долл. Компания Proctor & Gamble в 1994 г. потеряла от операций с 2%-ными свопами 153 млн. долл.

Разумеется, в каждом из перечисленных случаев можно выявить непосредственные причины убытков и банкротства. Это и непрофессиональное ведение дела, и неоправданное стремление получить прибыль из сделок с высокой степенью риска, и недоучет состояния рынка и новых тенденций на нем, и т.д. Однако хотя бы

в первом приближении можно сформулировать общий вывод: снижая частные, локальные риски, деривативы увеличивают системные риски, что можно рассматривать как одну из форм реализации закона перехода количественных изменений в качественные. Постепенное наполнение мирового рынка производными финансовыми инструментами привело к нарастанию системного риска, что послужило толчком для разразившегося финансового кризиса, который, стартовав в США, где производные ценные бумаги имели особо широкое распространение, перекинулся на другие страны, финансовые организации которых ранее приобретали на баланс американские проблемные активы. В итоге крупнейшие инвестиционные банки получили колоссальные убытки, а многие и вовсе прекратили существование.

*Поступила в редакцию 02.08.2009 г.*