

Деривативы как финансовые инновации

© 2016 Сажина Муза Аркадьевна
доктор экономических наук, профессор
Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова
119991, г. Москва, Ленинские горы, д. 1
E-mail: oet2004@ya.ru

Раскрывается природа деривативов как финансовых инноваций фиктивного капитала. Показываются их сущность и формы, роль в хеджировании рисков предпринимательства и активное участие в спекулятивных операциях. Выявляются тенденции роста рынка деривативов в условиях глобализации и их последствия.

Ключевые слова: фиктивный капитал, деривативы, хеджирование, спекуляция, деривативы как новая ступень виртуализации денежных процессов.

Производные финансовые инструменты являются важной составной частью мирового фондового рынка. Благодаря широким возможностям управления капиталом при минимальных затратах рынок деривативов помогает эффективно решать проблему зависимости от ценовых колебаний, оптимизируя операционные денежные потоки компаний; достигать требуемого соотношения собственных и заемных средств, одновременно снижая их стоимость; принимать инвестиционные решения, наиболее соответствующие потребностям и политике компаний.

Деривативы как инновационные финансовые продукты формируются в результате специфических отношений экономических субъектов в процессе их инновационной деятельности на финансовом рынке. Эти отношения позволяют удовлетворить потребности, связанные с поиском источников финансирования, предполагают практически неограниченные возможности для вариации величины риска и его перераспределения, обеспечивают ликвидность и улучшение конечных финансовых результатов. Устанавливая будущие цены, участники срочных контрактов могут планировать свою деятельность в будущем. Следовательно, цены на этом рынке выступают своеобразным индикатором будущего состояния экономики.

Несмотря на свою относительную молодость, мировой рынок производных финансовых инструментов является динамично растущим сегментом финансового рынка. Сегодня в условиях постоянной динамики курсов валют, колебания спроса и предложения существенно повышаются риски и возрастает нагрузка на реальный сектор экономики. В этой связи рынок деривативов, способный быстро адаптироваться к изменениям и требованиям внешней среды, предполагает все новые формы срочных контрактов, позволяющих обезопасить бизнес путем хеджирования рисков.

Что же такое деривативы?

Если акции как ценные бумаги имеют неограниченный срок существования, то деривативы характеризуются ограниченным сроком действия - от нескольких дней до нескольких месяцев. Их стоимость зависит от задействованных в сделке реальных активов. А потому все срочные контракты являются производными, или *деривативами* (от англ. derivative - производный).

Определение производности деривативов раскрывает природу фиктивной стоимости как производной стоимости. Производность основана на изменении во времени уровня и массы дохода при текущих и будущих вложениях. Следовательно, суть производных (деривативов) состоит в том, что они предполагают срочные контракты, заключаемые для получения спекулятивной прибыли или хеджирования (страхования) рисков, основанные на рыночных активах, путем выравнивания денежных потоков во времени и пространстве. Это фиктивный капитал "второго и третьего порядка", фиктивный капитал, возведенный в степень¹.

Существуют финансовые и товарные деривативы; торги с деривативами могут происходить на бирже, но есть и внебиржевые сделки.

Классификация финансовых деривативов включает их разные формы:

- **фьючерсы** - срочный контракт купли-продажи биржевого актива через определенный срок в будущем по цене, установленной в момент заключения сделки;

- **опцион** - возможность купли-продажи права (не обязательства) на приобретение-продажу ценных бумаг по определенной цене в определенный момент в течение определенного срока;

- **форвардный контракт** - срочный договор купли-продажи какого-либо актива в будущем, который заключается вне биржи;

• **свопы** - соглашения об обмене в будущем платежами в течение установленного периода, в котором цена одного платежа является фиксированной, а цена другого - переменной или цены обоих платежей плавающие.

Практика использования срочных контрактов зародилась в XIX в. в сельском хозяйстве США. В посевную фермера волнует больше всего цена, по которой будет реализован его товар. Цена может оказаться как ниже, так и выше его ожиданий. Срочный контракт позволяет переложить риск на контрагента, который обязывается купить урожай по заранее оговоренной цене. Если истинная цена окажется ниже указанной в контракте, фермер не пострадает; в свою очередь, покупатель желает, чтобы цена оказалась выше и принесла ему доход.

Во второй половине XX в. появляется качественно новая институциональная форма фиктивного капитала: срочный контракт на серебро, свинец, платину, золото. Срочные контракты на ценные бумаги ждали своего часа до 1978 г. Эти производные финансовые инструменты качественно расширили возможности фиктивного капитала: позволили хеджировать риски, придали самостоятельный динамизм требованиям и обязательствам независимо друг от друга, создали условия для регулирования движения капитала в будущем.

С конца 80-х - начала 90-х гг. XX в. рынки деривативов стали быстро расти. С 1986-го по 1997 г. стоимостный оборот рынка деривативов увеличился в США в 19 раз, активно росли рынки деривативов в Европе и Азии².

Инновационные формы деривативов отражают три основные тенденции:

- оформление имущественных прав главным образом в виде ценных бумаг;
- стремительный рост рынков производных ценных бумаг;
- глобальность рынков капиталов.

Полное хеджирование предполагает исключение любого типа риска. Для этого встречная сторона (спекулянт) должна взять все риски на себя. Однако на практике люди предпочитают оставлять немного свободы и стремятся к извлечению выгоды из изменения цен в будущем. В результате спекуляция предстает как способ выставления ставок на изменения цен фьючерсных контрактов, которые используются из-за своего собственного им **кредитного плеча** (возможность получить заемный капитал).

Негативное влияние спекулятивного капитала на экономику выявил еще Дж. Кейнс. Он отмечал, что если экономика становится похожей на игорный дом, то необходимо остановить

игру с помощью государственных мер: спекулятивные дома должны стать недостижимыми и дорогими. Но на практике, считал Дж. Кейнс, это негативно скажется на объемах инвестиций. Тогда лечение окажется хуже болезни. А развитие и превращение спекуляций в более организованные приведет к их преобладанию над предпринимательством³.

У производных ценных бумаг нет окончательных прав и окончательных обязанностей по сделкам, для них характерна многовариантность осуществления процесса. Деривативы - это продукты, в которых права и обязанности скомбинированы так, как невозможно их скомбинировать при классических операциях с ценными бумагами.

Сегодня большинство сделок с деривативами заключаются без посредника и учитывают особенности каждого участника сделки. По данным банка международных расчетов, общий объем производных контрактов, заключенных без посредника, в 2010 г. составил 583 трлн долл. при совокупной рыночной стоимости в 26,6 трлн долл. Если бы все деривативы потребовали оплаты, то необходимая сумма превысила бы ожидаемую рыночную стоимость контрактов в 22 раза⁴. Это свидетельствует о стремительном росте объема капитала, не связанного с производственными процессами и спекулятивного по своей сути. Следовательно, цены на финансовых рынках перестают отражать стоимость реального капитала, задействованного в производстве, надывая так называемые "мыльные пузыри".

Таким образом, деривативы - это не просто одна из форм фиктивного капитала, но и принципиально новая ступень развития фиктивного капитала. Это выражается в том, что деривативы:

- позволяют разделить риски и каждый из них минимизировать по-своему;
- дают возможность обращаться требованиям отдельно от обязательств;
- позволяют отказаться от исполнения сделки, например в опционе;
- предоставляют высокую долю финансового леввериджа.

Все указанное говорит о том, что инновационные финансовые продукты усложняют экономические отношения, порождая новые потребности в финансовых инновациях.

За весь период существования мирового рынка деривативов максимальный его объем пришелся на 2008 г. и составил 767,9 трлн долл. биржевой торговли и 683,7 трлн долл. внебиржевых сделок⁵. Во второй половине 2008 г. в условиях разворачивающегося мирового финансового кризиса темпы расширения биржевого и

внебиржевого сегментов рынка деривативов стали снижаться. В России объем биржевых сделок в 2008 г. составил 46,6 млрд долл. и 950 млрд долл. на внебиржевом рынке⁶.

В последние годы рынки ценных бумаг и особенно деривативов развиваются более стремительно, чем любые другие рынки. Это связано с несколькими факторами:

- во-первых, с растущей мобильностью и подвижностью капитала в условиях финансовой глобализации;

- во-вторых, с либерализацией режимов движения капиталов через национальные границы. Появление и развитие транснациональных корпораций, а также инновационных финансовых технологий на рынке ценных бумаг изменили содержание как реального, так и фиктивного капитала. В условиях глобализации у фиктивного капитала появляется тенденция к самовозрастанию, так называемый эффект казино;

- в-третьих, с широким внедрением современных средств коммуникации и информатизации. Появляется глобальная сетевая экономика, которая опирается в своем функционировании на электронные системы, передавая миллиарды долларов за считанные секунды по всему миру.

Чем же деривативы отличаются от ценных бумаг?

- Если появление ценных бумаг обусловлено непосредственными потребностями воспроизводственного процесса, то возникновение производных финансовых инструментов вызвано в первую очередь необходимостью перераспределения рисков хозяйственных субъектов, увеличившихся вследствие глобализации.

Создание деривативов как особой инновационной институциональной формы фиктивного капитала стимулировалось повышением подвижности курсов валют, цен первичных ценных бумаг и процентных ставок в силу появления новых способов передачи данных, продвижения компьютерных и коммуникационных технологий и финансовой глобализации. В условиях финансовой глобализации наряду с деривативами возникают хедж-фонды, вкладывающие средства в активы стран с развивающимися рынками. Это побуждает государство использовать новые методы контроля поступающих извне капиталов.

- В условиях глобализации под воздействием информационно-коммуникационных технологий существенно упростилось общение сторон друг с другом. С помощью компьютеризации и использования средств электронной коммуникации глобальные финансовые потоки могут с огромной скоростью перемещаться по странам, со-

здавая мир виртуальной экономики, которая ведет себя как реально существующая экономика, зачастую отражая тенденции, присущие реальным активам. Этот виртуальный характер взаимодействия реального и фиктивного капиталов в условиях глобализации проявляется:

- в осуществлении взаимодействия реального и фиктивного капиталов вне пространственно-временных ограничений;

- в рамках транснациональных компаний, международных производственно-финансовых систем, организованных по сетевым схемам с постоянно изменяемой структурой, а также с мировым финансовом пространстве. Взаимодействие реального и фиктивного капиталов теперь зависит от финансовых индексов, рейтингов, котировок, уровня капитализации и другой финансовой информации.

- Развитие финансовой глобализации, усиливающее интеграцию финансовых рынков, приводит к повышению риска финансовых инвестиций. В любой момент эти инвестиции могут быть превращены в валюту и вывезены из страны. Причем не всегда такое превращение производится с прибылью для инвестора. Налицо явный риск финансовых операций. Спекулянт, купивший актив, сталкивается с риском падения цены на купленный актив. С течением времени цена на актив может оказаться ниже, чем цена его покупки, и спекулянт может не найти покупателя на актив по выгодной для него цене. Следовательно, и время для спекулянта выступает фактором риска. Чем длиннее срок, тем больше риск и одновременно выше возможность получить большой выигрыш. Если же время между покупкой и продажей актива сокращено до минимума, то риск также пропорционально уменьшается.

Таким образом, в основе деривативов как формы спекулятивного капитала лежит принцип *неопределенности*, который означает, что практически все решения в рыночной среде принимаются в условиях неопределенности будущего развития хозяйственной деятельности⁷.

В условиях неопределенности рыночной среды тенденция взятия спекулянтом на себя риска неблагоприятного движения цен реального актива будет развиваться и дальше. Это приведет к расширению сферы применения производных ценных бумаг в целях управления риском.

Хеджирование рисков дает компаниям определенные преимущества:

- **Возможность снижения доли заемных средств.** Управление риском может снизить волатильность денежных потоков и тем самым уменьшить вероятность банкротства. Компании

с более низкими операционными рисками могут привлекать больше заемных средств.

- **Снижение стоимости заимствований.** Компании могут сокращать затраты, особенно когда речь идет о процентных ставках по кредитам, через использование *свопов*. А снижение затрат добавляет стоимость компании и снижает стоимость заимствований.

- **Налоговые эффекты.** Компании с нестабильными доходами платят больше налогов, чем компании с постоянными денежными потоками. Это происходит из-за авансовых платежей по налогам и правил корпоративного учета уплаты налога за прошлые и будущие периоды.

- **Уменьшение вероятности появления финансовых затруднений.** Финансовые затруднения связаны с тем, что потоки денежных средств становятся ниже предполагаемого уровня. Хеджирование рисков может уменьшить вероятность появления недостаточных денежных потоков, а значит, и финансовых трудностей.

- **Поддержание оптимального капитального бюджета.** Как правило, компании воздерживаются от привлечения большого объема внешнего капитала в силу высоких затрат на обслуживание и размещение. Вследствие этого капитальный бюджет должен финансироваться за счет внутренних фондов (нераспределенной прибыли и амортизационных отчислений) и заемных средств. Периодически внутренних денежных средств может быть недостаточно для поддержания оптимальной структуры капитального бюджета, что заставляет компании либо снижать инвестиционную деятельность ниже оптимальных вложений, либо нести высокие затраты, связанные с обслуживанием внешнего капитала. Сглаживая потоки денежных средств, грамотное хеджирование может смягчить данную проблему⁸.

Хеджирование как метод управления рисками представляет собой сделки по поводу будущей цены лежащего в основе сделки актива. Поэтому на результат сделки оказывает влияние фактор **времени**. Время воздействует на экономику через формирование у экономических агентов тех или иных ожиданий в отношении дальнейшего развития экономических процессов, а ожидания – это своеобразный фактор производства.

Прежде всего нужно получить прогноз по ценам, а затем хеджировать риски. Постоянное хеджирование рисков может обойтись слишком дорого, поэтому целесообразнее пользоваться этим инструментом при неблагоприятном прогнозе. Тщательно подготовленная стратегия хеджирования финансовых рисков уменьшает как возможные негативные последствия рыночных рисков, так и связанные с хеджированием затра-

ты. Хеджирование фактически высвобождает ресурсы компаний и помогает руководству сосредоточиться на тех аспектах ведения бизнеса, в которых компания имеет конкурентное преимущество. Применение хеджирования способствует минимизации влияния рыночных рисков на деятельность компании, снижая неопределенность в отношении будущих финансовых потоков и обеспечивая более эффективное управление финансовыми ресурсами компании в целом.

Операции с деривативами, связанные со страхованием финансовых результатов, немалыми без существования особой группы участников, принимающих на себя риск, – спекулянтов. В результате притока спекулятивного капитала стимулируется процесс развития финансовых инноваций – новых финансовых продуктов и услуг, что, в свою очередь, увеличивает объем финансового рынка.

Но есть и обратная сторона использования деривативов.

Первая связанная с этим проблема – умышленное использование деривативов с целью их возможного негативного влияния на финансовую систему.

Рынок производных финансовых инструментов слабо защищен от *мошенничества* в силу удаленности контрагентов и временного разрыва совершения сделки. Наиболее частыми видами мошенничества являются: присвоение имущества; неисполнение обещания возврата денег; продажа контрактов на незарегистрированные бумаги; фиктивная торговля; торги с целью отмывания грязных денег. Подобные действия могут негативно сказаться на финансовом состоянии отдельных инвесторов, а также на эффективности хеджирования рисков.

Большую проблему представляет *искажение информации*. Искривление может происходить на трех уровнях: на уровне финансовой отчетности, платежной системы страны, на уровне ложного индикатора стоимости национальной валюты. Умышленное увеличение доходности и уменьшение долга могут негативно воздействовать на оценку доходности и уменьшения долга. Участники рынка могут использовать деривативы для перенесения прибыли с одного периода на другой с целью уменьшения налогов. В результате невозможно достоверно судить о кредитоспособности контрагента.

Не менее опасным представляется использование деривативов *государством*. Некоторые страны использовали деривативы для уменьшения стоимости займов и поддержания ликвидности (Австрия, Бельгия, Ирландия, Португалия, Новая Зеландия). Отсутствие прозрачности как результат отражения деривативов на заба-

лансовых статьях представляет собой проблему для оценки способности центральных банков регулировать деятельность валютного рынка.

Особенностью рынка деривативов является предоставление его участникам финансового *левериджа* (“кредитного плеча”). Это “кредитное плечо” предоставляется как инвесторам, занимающимся хеджированием, так и спекулянтам. В результате рисковые операции осуществляются на гораздо большую сумму, чем реальное покрытие. Поскольку значительную долю операций составляют спекулятивные действия, риск многократно возрастает и большую часть его принимают на себя спекулянты. Для хеджеров рынки производных ценных бумаг становятся более стабильными.

Возможность спекулятивных операций на фондовом рынке повышает его ликвидность, облегчая привлечение инвестиций в реальное производство и способствуя развитию экономики и экономическому росту. В то же время получение дохода без увеличения реального капитала побуждает компании к инвестированию в акции (что создает лишь иллюзию развития экономики), к несовпадению рыночной и реальной стоимости корпораций вследствие переоцененности компании рынкам.

Деривативы как фиктивный капитал не являются экономическим ресурсом. Фиктивный капитал имеет право на получение регулярного денежного дохода, который представлен в виде процентов на капитал и имеет спекулятивный характер. В результате финансовые рынки недооценивают долгосрочные стратегические инвестиции, ибо финансовые ресурсы инвестируются не в реальные активы, а в финансовые. В силу того, что в условиях глобализации фиктивный капитал все в большей мере представлен спекулятивным капиталом, трансграничное перемещение капиталов способствует распространению неустойчивости, внутренне присущей финансовой сфере, по всем странам и регионам.

Наличие в мировой экономике большого объема деривативов создает возможность быстрой передачи проблем от одного участника рынка к другим. Рынок срочных контрактов увеличивает способность мировой финансовой системы к передаче негативных эффектов двумя способами:

- во-первых, стороны срочного контракта могут быть из разных стран и снижение кредитного рейтинга и рыночной стоимости компаний одной страны затронет контрагентов из других стран;
- во-вторых, финансовые институты, как правило, склонны компенсировать потери в одной стране продажами в другой. Поскольку инструменты рынка производных ценных бумаг связаны между собой, а покупка риска – это его пере-

распределение, то есть большая вероятность нарушения баланса финансовой системы при неплатеже крупного участника.

Вторая крупная негативная проблема использования деривативов – неправильное и неквалифицированное их использование человеческим фактором, что приводит к повышению финансового риска, риска быстрого распространения кризисов по всей мировой финансовой системе.

Поскольку цены на производные финансовые инструменты в значительной степени зависят от оценки базовых активов, даже небольшие ошибки в вычислениях могут привести к огромным потерям. Кроме того, деривативы довольно сложны по сравнению с простыми инструментами, что усложняет контроль за их использованием. С одной стороны, субъекты рынка стремятся увеличить свой доход, а с другой – боятся потерять заработанное. И в момент угрозы инвесторы перестают вести себя рационально. Как отмечал Дж. Кейнс, запас иррациональности на рынке может превысить запасы денег. В результате применение деривативов может породить риски самих инструментов.

Таким образом, решая проблему уменьшения рисков отдельных инвесторов, рынок деривативов создает новые: риск перекладывается с отдельных инвесторов на всю систему, что приводит к все большей ее неустойчивости.

Сегодня невозможно представить мировую финансовую систему вне рынка деривативов, который обладает как положительными, так и отрицательными чертами. В условиях глобализации финансовый рынок развивается вместе с ростом рисков, а необходимость управлять и продавать будущие риски действительного капитала связана с деривативами как особой инновационной институциональной формой фиктивного капитала.

¹ Ермолаев К.Н. Ценные бумаги и деривативы как институциональные формы фиктивного (титального) капитала // Вопросы экономики и права. 2010. □ 4. С. 4-10.

² Михайлов Д.Н. Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты. Москва, 2000. С. 86-87.

³ Keynes J.M. (1919) *The economic consequences of the peace*. London, ch. 1.

⁴ Официальный сайт Банка международных расчетов. URL: www.bis.org/statistics/derstats.

⁵ Там же.

⁶ Чекмарев К.С. Инструменты срочного рынка в управлении финансовыми рисками компаний // Банковское дело. 2008. □ 12. С. 51-57.

⁷ Зеленюк А.Н. Спекулятивный капитал в мировой экономике // Российский внешнеэкономический вестник. 2009. □ 9. С. 3-17.

⁸ Бриггем Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент. Санкт-Петербург, 2009.