

8.9. ПЕРСПЕКТИВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

Покидова А.А., аспирант

Всероссийская государственная налоговая академия Минфина РФ

В статье рассматриваются направления развития российского фондового рынка в условиях глобализации мировой финансовой системы. Основное внимание в статье уделяется обсуждению перспектив развития инструментальной составляющей фондового рынка. В статье проводится сравнительная характеристика развития российского и зарубежных рынков производных финансовых инструментов и рынка секьюритизированных ценных бумаг. Один из разделов статьи посвящен появлению на российском фондовом рынке нового перспективно-инвестиционного инструмента – российской депозитарной расписки.

ВВЕДЕНИЕ

Благодаря качественным и количественным изменениям, которые имели место в недавнем прошлом и планируются в скором будущем, все большее количество российских компаний начинают рассматривать институты и инструменты фондового рынка в качестве основных механизмов привлечения инвестиций. Кроме того, увеличивается число граждан, которые инвестируют или предполагают инвестировать средства в инструменты фондового рынка. От того, насколько результативно российский фондовый рынок обеспечивает привлечение инвестиций и размещение сбережений, перераспределение прав собственности, зависят его конкурентоспособные позиции на международном рынке ценных бумаг. Данный перечень функций, выполняемых фондовым рынком, безусловно, не является исчерпывающим, однако именно благодаря им реализуется связь фондового рынка с наиболее актуальными проблемами социально-экономического развития страны.

РОССИЙСКИЕ IPO: ВОЗВРАТ НА ОТЕЧЕСТВЕННЫЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК

В настоящее время инвесторы-нерезиденты часто рассматривают российский рынок в качестве оффшорного, использующего нестандартную расчетно-клиринговую систему и не вызывающую доверия систему учета прав собственности на ценные бумаги. По этой причине иностранные инвесторы тяготеют к использованию зарубежных торговых систем для работы с российскими бумагами. С этой целью иностранные инвестиционные банки использовали технологию вывода размещений акций российских компаний на зарубежные площадки в форме депозитарных расписок. В свою очередь, для российских эмитентов этот шаг давал возможность обойти запреты на вывоз акций за рубеж и на свободное обращение иностранных ценных бумаг среди инвесторов соответствующих стран. Российские эмитенты усматривали в этом возможность более выгодной продажи акций, обеспечения доступа к крупному капиталу, получения возможности признания в западном финансовом сообществе.

Использование такого финансового инструмента, как депозитарные расписки, привело к образованию крупного международного сегмента рынка российских акций.

С 1996 г. по середину 2005 г. за рубежом было проведено 10 IPO (initial public offering) российских компа-

ний совокупным объемом 4,6 млрд. долл., а на российских биржах за то же время – 9 IPO на общую сумму 650 млн. долл.¹

Кроме того, несмотря на тот факт, что российские IPO относятся к числу крупнейших, Российская Федерация не рассматривается как заметный центр IPO (рис. 1), поскольку IPO российских компаний иностранные биржи полностью записывают себе в актив.

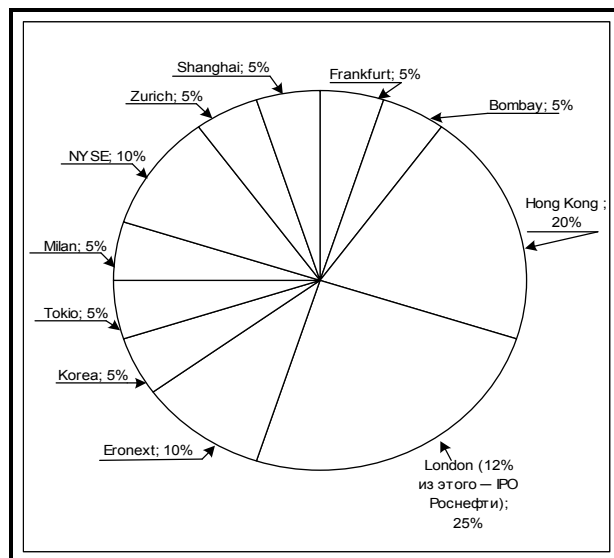


Рис. 1. 20 крупнейших IPO в 2006 г.²

Российские эмитенты размещают ценные бумаги на LSE и NYSE. Однако альтернативный инвестиционный рынок (AIM) также пользуется все большей популярностью из-за сочетания дешевизны и широких возможностей (в первую очередь за счет широкого круга инвесторов) и привлекает большое количество зарубежных компаний. Кроме того, AIM имеет либеральные условия для размещения акций компаний. На данной площадке, как видно из рис. 2, наибольшее количество компаний имеют рыночную стоимость от 17,6 до 44 млн. долл. Этот диапазон наиболее адекватен стоимости российских компаний, поэтому большинство российских компаний в последнее время стремится осуществить свое размещение именно на ней. К тому же, такое стоимостное представительство привлекает и определенный круг инвесторов, которые специализируются на ценных бумагах компаний данного сегмента, что приводит к взаимовыгодному сотрудничеству.

На Deutsche Börse в 2003-2004 гг. также был разработан специальный проект требований (entry standard) для небольших компаний, позволяющих им осуществлять IPO и выходить на регулируемый неофициальный рынок. Кроме того, для снижения риска инвесторов на биржевых рынках развитых стран работают компании, исполняющие роль консультантов, брокеров и гарантов качества компаний, впервые выходящих на рынок, – номинированные советники (Лондонская фондовая биржа, LSE), назначенные спонсоры и листинговые агенты (Deutsche Börse) и др.³

¹ Мировой фондовый рынок и интересы России / Отв. ред. Д.В. Смыслов; Ин-т мировой экономики и междунар. отношений. – М.: Наука, 2006. – С. 334-335.

² Источник: Иностранцы ценные бумаги на российском фондовом рынке. Глобальные идеи в глобальном мире // www.fcsm.ru.

³ Потемкин А. Новые факторы роста // Ведомости. – 2006. – 12 декабря.

В связи с тем, что назрела необходимость создания условий для размещения ценных бумаг небольшими и развивающимися компаниями, Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) сформулировала требования к компаниям в рамках специального котировального листа «И». Российские биржи отреагировали на эту инициативу созданием специальных секторов для компаний данного сегмента рынка. Например, на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) – это сегмент инновационных и быстрорастущих компаний (ИРК).

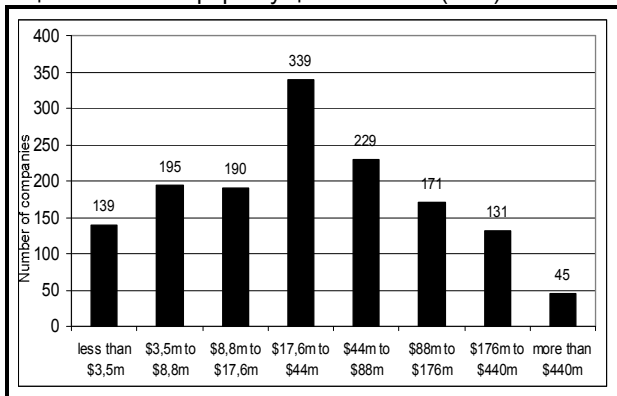


Рис. 2. Распределение компаний, представленных на AIM, по рыночной стоимости (март 2006)

Сектор ИРК на ММВБ предусматривает:

- облегченные требования листинга эмитентов (сроки существования, структура собственности, объем капитализации);
- дополнительные требования по защите инвесторов (прежде всего, по информационной открытости) (табл. 1).

По нашему мнению, эти шаги в перспективе смогут обеспечить:

- рост количества эмитентов, представленных на российских биржах;
- расширение числа компаний, по которым появится / увеличится ликвидность.

Кроме того, будут созданы предпосылки к переходу российского фондового рынка в стадию массового IPO российских компаний.

Приказ ФСФР от 12 января 2006 г. №06-5/пз-н «Об утверждении Положения о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами РФ» обязывает российские компании размещать в РФ минимум 30% эмиссии. Мы предлагаем увеличить данную цифру до 100%, но при этом снять ограничения на конвертацию акций в депозитарные расписки.

Проведение публичных размещений должно завершаться созданием и поддержанием ликвидного вторичного рынка размещенных акций. Особенно это актуально для ценных бумаг небольших компаний, которым требуются целенаправленные усилия бирж по обеспечению ликвидности и контролю волатильности их рынка. В связи с этим, по примеру зарубежных коллег, российские биржи создают институты «специалистов» – компаний, номинированных эмитентом для поддержания ликвидности его акций.

Для повышения своей роли при реализации российских компаниями программ IPO российским торговым площадкам следует отстаивать и умело использовать свои главные преимущества:

- низкие финансовые затраты;
- отсутствие языкового барьера (это снимает вопрос о наличии специалистов в области законодательства той

страны, в которой предполагается проведение IPO, и, соответственно, оплаты их услуг);

- узнаваемость бренда (это позволяет российским компаниям в меньшей степени производить расходы на маркетинг планируемого IPO, описание компании, занимаемой ею позиции на рынке и т.д.).

Это поможет в будущем решить проблему отставания российских бирж по спектру торгуемых ликвидных инструментов инвестирования, которая в настоящее время тормозит развитие отечественного фондового рынка.

Таблица 1

КОТИРОВАЛЬНЫЙ СПИСОК «И» НА ММВБ⁴

Критерии включения и поддержания акций	Котировальный список «И»
Минимальная доля акций, выводимых на биржу	10%
Капитализация АО, руб.	60 млн. руб.
Капитализация АП, руб.	25 млн. руб.
Срок существования эмитента	не требуется
Безубыточность	не требуется
Соблюдение норм корпоративного управления	Требуется
Списки аффилированных лиц	Требуется
Отчетность по МСФО/GAAP аудированная	Не требуется
Заключение договора с маркетинг-мейкером	Требуется
Заключение договора с финансовым консультантом	Функции: подписание проспекта ценных бумаг (при размещении) и квартального отчета, контроль раскрытия информации и ее достоверности
Предоставление дополнительных документов для Сектора ИРК	Инвестиционный меморандум, календарь корпоративных событий

ЦЕННЫЕ БУМАГИ ИНОСТРАННЫХ ЭМИТЕНТОВ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

В настоящее время на стадии доработки находится проект о выводе на рынок ценных бумаг новой эмиссионной ценной бумаги, симметричной ADR/GDR, – российской депозитарной расписки (РДР). В перспективе, она способна вывести российский рынок на международный уровень и позволит нерезидентам привлечь финансирование на российском рынке капитала.

По нашему мнению, РДР – инструмент, который в настоящее время, в первую очередь, может быть наиболее интересен следующим категориям эмитентов и инвесторов:

- компаниям стран Содружества Независимых Государств, перед которыми стоит задача повышения капитализации, привлечения внешнего финансирования, однако в силу ограниченности ресурсов на национальных рынках вынужденным решать эти задачи путем вывода своих акций на зарубежные биржи. В данном случае фондовый рынок РФ для них – наиболее эффективный и наименее затратный способ получения доступа на высоколиквидный рынок с инвесторской базой, хорошо знакомой с предлагаемыми активами;
- зарубежным компаниям, владеющим активами на территории РФ. В основном это российские компании, в силу различных причин зарегистрировавшие юридические адреса

⁴ Источник: Рыбников А.Э. Российский фондовый рынок и рост экономики страны. Презентация на III Федеральном инвестиционном форуме 29.11.2006 // www.micex.ru.

за рубежом. Многие из данных компаний имеют программы выпуска АДР и ГДР, однако в РФ они могут получить гораздо более высокую ликвидность рынка, поэтому у данных компаний есть заинтересованность для запуска программ РДР на свои акции;

- зарубежным компаниям, имеющим бизнес-интересы в РФ, а значит, и потребности в российской валюте для реализации своих бизнес-проектов. В данном случае, выпуск РДР – эффективный способ привлечения средств в рублях.

С нашей точки зрения, также целесообразно провести градацию РДР. Так, например, можно разделить РДР на те, которые выпускаются на новые акции, и на те, которые выпускаются на акции, уже находящиеся в обращении. В соответствии с данной градацией следует установить ограничения по приобретению РДР, выпускаемых на новые акции, негосударственными пенсионными фондами и страховыми компаниями за счет страховых средств. Это необходимо для защиты пенсионных накоплений и страховых резервов от последствий неудачного размещения данного финансового инструмента. Тем не менее, для повышения привлекательности размещения новых выпусков на российском рынке можно установить интервал времени, по истечении которого приобретение данных ценных бумаг указанными инвесторами станет возможным. Предлагаем установить данный период времени в размере 6-12 месяцев.

Рынок также ожидает и появления технологии прямой торговли ценными бумагами иностранных эмитентов. Однако в связи с этим необходима доработка как нормативной базы ФСФР, так и биржевых правил.

Положение о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг, введенное в действие приказом ФСФР от 23 октября 2007 г. №07-105/пз-н, предоставляет право профессиональным участникам рынка ценных бумаг проводить операции с иностранными ценными бумагами, которым присвоен код CFI (Classification of financial instruments). CFI представляет собой шестиразрядный буквенный код, отражающий существенную информацию о финансовых инструментах, имеющих сходные родовые признаки (о виде, типе и форме выпуска, об особенностях обращения и погашения, о других существенных правах и характеристиках). Присвоение кода CFI осуществляется нумерующим агентством, являющимся официальным членом ANNA. Кроме того, в соответствии со стандартами ISO 6166 и ISO 10962 распределена ответственность по присвоению кодов между нумерующими агентствами.

В РФ национальным нумерующим агентством и членом ANNA является НДЦ, который вправе присваивать коды CFI только финансовым инструментам, выпущенным российскими юридическими лицами или зарегистрированным на территории РФ. Однако НДЦ имеет доступ в международную базу данных ANNA – глобальную систему учета данных по всем кодам, присвоенным нумерующими агентствами – членами ANNA.

В случае отсутствия кода CFI у конкретной ценной бумаги участник рынка вправе обратиться в НДЦ за содействием в присвоении данного кода. Можно также напрямую обратиться к иностранному нумерующему агентству, ответственному за присвоение кода для данной ценной бумаги. И в том, и в другом случае данная услуга не является бесплатной. Соответственно, участники рынка оказываются перед выбором: либо отказаться от операций с данной ценной бумагой, либо оплатить услуги по присвоению кода.

РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ: СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Объемы торговли производными финансовыми инструментами на рынках развитых стран намного превышают объемы торговли реальными активами, и год от года эта тенденция усиливается. Кроме того, рынок производных финансовых инструментов развивается быстрыми темпами, и один из путей его развития – нестандартные (или экзотические) ценные бумаги.

Чаще всего в качестве базовых показателей в деривативных контрактах используются цены акций, обменные курсы валют, процентные ставки и цены на товары. Фьючерсные, форвардные и опционные контракты, а также свопы на эти переменные получили чрезвычайно широкое распространение. Тем не менее, на рынке производных финансовых инструментов появляются новшества как, например, погодные деривативы, рынок которых находится на первой стадии своего развития.

Первые внебиржевые погодные деривативы появились в 1997 г. Типичным внебиржевым финансовым инструментом является форвардный или опционный контракт, выигрыш по которому зависит от совокупного показателя HDD (градусо-день отопительного сезона) или CDD (градусо-день прохладительного сезона) на протяжении определенного периода. Дневной показатель HDD представляет собой средство измерения количества энергии, требуемой для отопления на протяжении дня, а дневной показатель CDD – средство измерения количества энергии, требуемой для охлаждения на протяжении дня⁵. Большинство погодных деривативов заключается между производителями и потребителями электроэнергии.

В сентябре 1999 г. Чикагская товарная биржа начала торговлю погодными фьючерсами и европейскими опционами на погодные фьючерсы. Эти контракты заключаются на совокупные показатели HDD и CDD, измеренные в течение месяца на определенной метеостанции. Расчеты по контрактам осуществляются наличными деньгами сразу после завершения месяца, когда становятся известными совокупные показатели HDD и CDD⁶.

Рынок погодных деривативов является относительно новым, однако он уже привлек к себе большое внимание. Без сомнения, по мере развития рынка погодных деривативов появятся контракты на дождь, снег и другие погодные явления.

В условиях стремительного развития рынка производных финансовых инструментов в международной финансовой системе, вопрос о законодательном регулировании данного направления в РФ стал особенно острым. Первыми активность проявили биржевики. При участии экспертов ММВБ был подготовлен закон о срочном рынке. Его идея заключалась в следующем – можно концептуально отрегулировать срочный рынок так же, как отрегулировали рынок ценных бумаг в 1996 г. Однако правительство отнеслось к законопроекту отрицательно, потому что подобный подход к срочному рынку не совсем приемлем. Если рынок ценных бумаг – акций и облигаций – самодостаточен,

⁵ Халл Д.К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты: Пер. с англ. – 6-е издание. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007. – С. 753.

⁶ Там же. – С. 753.

четко очерчен и сделки на нем совершаются с ценными бумагами, то на срочном рынке заключаются контракты на валюту, ценные бумаги или товары. Далее эти базисные активы могут становиться предметом поставки⁷.

Поставочный форвард, фьючерс или опцион – это сделка с базисным активом. И здесь законодательное поле крайне широко: одни правила действуют на валютном рынке, другие – на рынке ценных бумаг или сырой нефти. На протяжении 15 лет в РФ поразному регулировалась торговля различными видами активов. Этим занимались разные ведомства. В то же время, не существует замкнутого рынка деривативов. Кроме того, по разным оценкам, на развитых рынках существует от 1,5 до 2 тыс. их видов. В связи с этим возникла сложная дискуссия о том, нужно ли создавать закон о деривативах и производных финансовых инструментах. Важная особенность этих сделок состоит в том, что они могут быть поставочными – когда в момент исполнения, по сути, происходит купля-продажа, либо расчетными – когда передается не базисный актив, а только выигрыш – разница между текущей ценой и контрактной ценой базисного актива. В такого рода сделках юристы усматривали сходство с играми и пари, и, по мнению специалистов, до тех пор, пока они не были обеспечены судебной защитой, прогресса в развитии данного рынка не стоило ожидать.

Это заключение специалистов являлось обоснованным – дефолт 1998 г. и резкая девальвация рубля привели к краху многие банки. Дело в том, что российские банки, заключая расчетные валютные форварды с иностранцами, принимали на себя обязательство продавать им валюту по фиксированному курсу, составлявшему в то время немногим более 6 руб. за доллар. В августе 1998-го, когда доллар вырос почти в четыре раза, это означало огромные убытки для российских банков. Многие российские институты превратились в безнадежных должников, их кредиторы были вынуждены обратиться в суд. Выяснилось, что у большей части кредиторов отсутствует возможность судебного разбирательства, поскольку суд признал расчетные форвардные контракты сделками пари. А значит, согласно прежней редакции ст. 1062 Гражданского кодекса РФ, защита требований по таким сделкам невозможна в судебном порядке. Поэтому выигравшая сторона не могла через суд предъявить требование проигравшей. Общий объем внебиржевых сделок, по которым наши банки не выполнили свои обязательства в 1998 г., оценивался экспертами в размере от 30 до 50 млрд. долл. Это очень затруднило последующее разрешение сложившейся ситуации, и, кроме того, надолго испортились отношения с иностранными партнерами. Срочный рынок фактически стал иностранным – цены на экспортные товары РФ формируются на зарубежных товарных биржах – Лондонской международной нефтяной бирже (IPE), Бирже металлов (LME) и других. Европейские биржи (EUREX) организуют торговлю фьючерсными и опционными контрактами на российские акции⁸.

В такой ситуации возникла идея внести в ст. 1062 ГК РФ поправку, которая обеспечила бы деривативам судебную защиту. Этот шаг является важнейшим для развития рынка деривативов в РФ и, соответственно, для национальной экономики в целом, поскольку деривативы выполняют широкий спектр функций, которые в советские времена выполняла плановая система. Они позволяют предприятиям и организациям осуществлять долгосрочное планирование своей деятельности. На рынке деривативов можно уже сегодня зафиксировать цену на несколько лет вперед, заключать срочные договоры о продаже и покупке продукции. Для всех остальных субъектов рынка срочные цены служат стоимостным ориентиром и позволяют прогнозировать развитие ситуации на рынке нефти, сахара, валюты и т.д. Это – макроэкономическое прогнозирование, а для отдельно взятой компании – это еще и страхование экономических рисков.

Тем не менее, рынок производных финансовых инструментов стал объектом жарких споров в США. По мнению многих экономистов, в том числе с мировым именем, он таит в себе серьезные опасности, способные нанести существенный вред не только финансовой системе США, где обращается основной объем всех производных финансовых инструментов, но и мировой экономике в целом. Среди критиков рынка производных финансовых инструментов есть и такие признанные авторитеты в финансовом обществе, как У. Баффет и Дж. Сорос.

Баффет утверждает, что производные финансовые инструменты являются «финансовым оружием массового поражения» и несут «мегакатастрофический риск» для мировой экономики⁹. На его взгляд, проблемы, связанные с ними, могут превратиться в системные, поскольку огромные рыночные риски, захеджированные производными инструментами, в настоящее время сконцентрированы у относительно небольшого количества участников рынка. Хотя Баффет признает, что производные финансовые инструменты могут снижать риски отдельно взятого участника рынка, он справедливо указывает, что они лишь переключаются на другого участника, выступающего противоположной стороной по контракту. Использование связанных инструментов может породить «эффект домино» и привести к нарушению равновесия финансовой системы при отказе крупного участника рынка от платежей по контрактам¹⁰.

Дж. Сорос полагает, что права финансовых институтов в мировой экономике неоправданно расширены, и их необходимо ограничивать за счет регулирования не способных к самокоррекции финансовых рынков на международном уровне. Именно эту неспособность Сорос считает основной причиной потенциально катастрофических рисков рынка производных финансовых инструментов. Он также указывает на скрытые издержки для общества, связанные с монопольным положением на рынке дилеров по производным инструментам. В качестве возможного варианта предотвращения появления инструментов с конструкцией, потенциально грозящей дестабилизацией рынка, Сорос предлагает лицензировать производные финансовые инструменты¹¹.

⁷ Иванов О. Право на жизнь: пять лет добивалась его маленькая поправка, которую ждали все // www.micex.ru.

⁸ Иванов О. Право на жизнь: пять лет добивалась его маленькая поправка, которую ждали все // www.micex.ru.

⁹ Lashinsky A. Buffett to Investors: Do Nothing. Fortune, 2003, March 7.

¹⁰ Serwer A. The Oracle of Everything. Fortune, 2002, October 27.

¹¹ Soros G. Open Society. Reforming Global Capitalism. N.Y.: Public Affairs, 2000.

Ряд характеристик современных производных финансовых инструментов, как упоминалось выше, оказывает серьезное влияние на безопасность финансовой системы. Классификацию основных причин негативного влияния производных финансовых инструментов на международную финансовую безопасность сделал А. Забулонов¹².

Необеспеченность инструментов реальными активами

Общий объем обязательств семи ведущих операторов рынка производных финансовых инструментов США на конец 2002 г. (56 трлн. долл.) значительно превосходил объем государственного долга США (33 трлн. долл.) При этом объем открытых позиций по производным финансовым инструментам в 56 трлн. долл. обеспечивается собственным капиталом банков, составляющим 460 млрд. долл.¹³. Соответствующие данные по банкам в США представлены в табл. 2.

Так, если бы банк J.P. Morgan Chase потерпел убытки по 1/7 открытых позиций по производным финансовым инструментам, собственный капитал банка в 42,3 млрд. долл. был бы израсходован.

Приблизительно 86% номинальной стоимости всех открытых позиций по производным финансовым инструментам в США приходится на контракты, основанные на процентных ставках, 11% – на контракты, основанные на курсах валют, и только 3% номинальной стоимости инструментов – на инструменты, основанные на акциях, товарах и кредите¹⁴.

Таблица 2

СТОИМОСТЬ ЗАМЕЩЕНИЯ ВЫПУЩЕННЫХ / ПРИОБРЕТЕННЫХ ПРОИЗВОДНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ¹⁵

В % от собственного капитала

Банк	Годы							
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
J.P. Morgan Chase	-	265,8	329,5	380,3	416	442,5	589,2	654,5
Chase	151,5	265,8	329,5	380,3	416	442,5	-	-
J.P. Morgan	565,8	507,7	806,4	820,3	873,3	873,7	-	-
Bank of America	117,8	112	114,5	141,7	119,8	114,5	141,7	204,9
Nations Bank	115	120,1	68,2	80,8	-	-	-	-
Citibank	165,1	162,1	190,6	167,4	176,3	190,6	167,4	201,1
Wachovia	-	30,3	16,3	17,5	20,5	55,5	83,9	102,5
First Union	-	30,3	16,3	17,5	20,5	-	-	-
Bank One	-	29	15,2	27,4	116,6	83,6	52,4	45,4
First Chicago	272,2	215,5	206,5	219,5				
Wells Fargo	-	7,3	7,2	12,5	13,5	13,3	34,9	47,2
HSBC Bank USA	-	-	-	-	32,2	44,7	72,4	127,2
FleetBoston	-	8	7,9	13,7	14,1	20,6	-	-
Bankers Trust	422,9	-	-	-	-	-	-	-
Общий % (ведущие банки)	250,3	251	310	323,8	264	254	158,5	197,6
Общий% (все банки)	6,8	6,4	7,4	7,7	6,9	6,9	6,8	6,6

Международный рынок производных финансовых инструментов также не отвечает условиям безопасности из-за низкой обеспеченности производных финан-

совых инструментов реальными активами. Так, большинство производных инструментов в мировой финансовой системе основано не на реальных активах, а на процентных ставках и курсах валют (табл. 3).

Значительная доля внебиржевых инструментов

На рынке США (по данным на конец 2002 г.) свыше 89% номинальной стоимости всех производных финансовых инструментов приходилось на внебиржевые¹⁶.

Главным преимуществом использования последних является то, что они могут быть спроектированы специально для удовлетворения специфической потребности конкретного участника рынка. Тем не менее, внебиржевые инструменты также несут большие риски для сторон по контракту и являются менее ликвидными, чем биржевые.

Таблица 3

НОМИНАЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ ВНЕБИРЖЕВЫХ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ¹⁷

Млрд. долл.

Производные финансовые инструменты	Годы				
	1998	1999	2000	2001	2002
Процентные	50 015	60 091	64 668	77 513	89 995
Валютные	18 011	14 344	15 666	16 748	18 075
Основанные на акциях	1 488	1 809	1 891	1 881	2 214
Прочие	10 388	11 409	12 312	14 375	16 503
Основанные на товаре	415	548	662	598	777
Всего	80 317	88 201	95 199	111 115	127 564

Связанные убытки по производным инструментам – «эффект домино»

Дефолт по своим обязательствам крупнейших участников рынка может затронуть без преувеличения все страны и привести к мировой рецессии. Это обусловлено тем, что большинство производных финансовых инструментов обращается через ограниченное число дилеров – участников рынка (в США свыше 90% всех контрактов заключается через семь крупнейших банков-дилеров)¹⁸. Банкротство одного из них может привести к возникновению цепочки неплатежей, определяемой значительными объемами взаимопогашаемых обязательств на рынке. Так как цепочка контрактов по единичной операции может быть длинной и запутанной, а участники рынка производных финансовых инструментов часто не имеют представления о том, кто является противоположной стороной по сделке, финансовые затруднения крупного участника могут повлечь за собой «эффект домино» и поставить под угрозу равновесие всего рынка.

Конструкции производных финансовых инструментов

Производные инструменты нередко становятся причиной возникновения рисков ситуаций, непосредственно не предусмотренных их конструкцией, однако порожденных ею. Так, например, с понижением кредитного рейтинга эмитента облигаций, привязанных к

¹² Забулонов А. Производные финансовые инструменты: теоретический подход с учетом реалий рынка // Вопросы экономики. – 2003. – №8. – С. 52-55.

¹³ Там же. С. 53.

¹⁴ Там же. С. 53.

¹⁵ Источник: Забулонов А. Производные финансовые инструменты: теоретический подход с учетом реалий рынка // Вопросы экономики. – 2003. – №8. – С. 53.

¹⁶ Забулонов А. Производные финансовые инструменты: теоретический подход с учетом реалий рынка // Вопросы экономики. – 2003. – №8. – С. 54.

¹⁷ Источник: Забулонов А. Производные финансовые инструменты: теоретический подход с учетом реалий рынка // Вопросы экономики. – 2003. – №8. – С. 54.

¹⁸ Там же. С. 54.

нему, размер ссуд и объем залоговых требований кредиторов, предъявляемых к досрочному погашению, возрастают. Это в свою очередь приводит к дальнейшему снижению этого рейтинга и резко повышает риск банкротства эмитента.

Что касается перспектив российского рынка производных финансовых инструментов, то, несмотря на быстрый рост данного рынка, ему еще предстоит пройти долгий и сложный путь становления и интеграции в мировую финансовую систему.

РОССИЙСКАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ: ПЕРВЫЙ ЭТАП РАЗВИТИЯ

Важным результатом секьюритизации является возможность превращения низколиквидных финансовых активов (таких, как, например, требования к торговым контрактам, договорам лизинга, ипотечным кредитам и т.д.) в более ликвидные ценные бумаги (Asset-Backed Securities или Mortgage-Backed Securities), что открывает перед банками и компаниями новые пути улучшения показателей ликвидности и достаточности собственного капитала, управления рисками и структурой баланса. Кроме того, рынок наполняется новыми ценными бумагами, свойства которых (например такие, как надежность) могут существенно превосходить аналогичные у базовых финансовых инструментов, которые лежат в их основе.

Примером положительного опыта использования секьюритизированных ценных бумаг для решения проблем дефицита ликвидности и капитала является секьюритизация рынка финансирования жилищного строительства США в 1970-х – 1980-х гг.

До середины 1960-х гг. сберегательные институты, представляющие основную массу ипотечных кредитов, функционировали в условиях экономической стабильности. Благодаря различным ограничениям (например, предусмотренному законом Гласа-Стигголла правилу Q, согласно которому коммерческим банкам запрещалось выплачивать проценты по вкладам до востребования, а размер процентов по срочным и сберегательным депозитам ограничивался) они могли весьма неплохо существовать на защищенном рынке. В этот период американский ипотечный рынок характеризовался двумя особенностями:

- на нем преобладали долгосрочные, полностью амортизируемые ипотечные кредиты с фиксированным процентом;
- сберегательные институты финансировали эти кредиты за счет краткосрочных депозитов. Таким образом, полностью амортизируемые ипотечные кредиты, выданные под фиксированный процент сроком на 30 лет, длительное время рефинансировались путем привлечения достаточно краткосрочных депозитов. Возникающий при этом существенный риск изменения процентных ставок недооценивался регулирующими органами. Поскольку в середине 1960-х – начале 1970-х гг. уровень процентных ставок вследствие принятия направленных на дерегулирование мер и проведения жесткой денежной политики сильно вырос, система сберегательных институтов оказалась на пороге краха, а американский рынок охватил глубокий кризис¹⁹.

Проводимая в эти годы политика дерегулирования была ответом властей на снижение уровня конкуренции среди кредитных организаций. Она привела к появлению на рынке новых конкурентных инвестиционных инструментов (депозитных счетов денежного рынка, фондов денежного рынка и пр.), в которые перетекла большая часть срочных вкладов. Эти фонды позволяли обойти действие правила Q. Измене-

ние процентных ставок отчетливо показало, что активы и пассивы сберегательных институтов не соответствуют друг другу по стоимости (проценту) и срочности. В результате отмены в 1986 г. ограничений на уплачиваемые по вкладам проценты стабильная процентная маржа, которую до этого момента получали банки, катастрофически уменьшилась. В условиях рыночных процентных ставок произошло резкое удорожание средств, привлекаемых во вклады, но кредитные институты вынуждены были продолжать рефинансировать долгосрочные низкопроцентные ипотечные кредиты. Таким образом, сберегательная система столкнулась с острым дефицитом ликвидности и капитала. Единственной действенной мерой, позволяющей освободиться от низкодоходных ипотечных кредитов, стала продажа последних²⁰.

Вывешенные уроки из этого кризиса и признавшие частичную неэффективность национальной финансовой системы американские власти были вынуждены принять соответствующие меры, в их числе:

- введение ипотечных кредитов с переменными процентными ставками;
- создание вторичного рынка ипотечных кредитов при участии и поддержке государственных агентств²¹.

Для содействия географического выравнивания денежного предложения, возможности передачи кредитного риска и риска изменения процентных ставок от ссудно-сберегательных институтов инвесторам, готовым их принять, а также обеспечения финансирования домовладельцев за счет развития вторичного рынка стандартизированных ипотечных кредитов, американским правительством были созданы три государственных агентства:

- Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Federal national mortgage association, FNMA);
- Государственная национальная ипотечная ассоциация (Government national mortgage association, GNMA);
- Федеральная жилищная ипотечная корпорация (Federal home loan mortgage corporation, FHLMC).

Данные агентства в основном занимались выпуском гарантированных государством ценных бумаг (mortgage-backed securities) на основе приобретаемых ипотечных пулов.

Тем не менее, кризис на рынке базовых финансовых инструментов, лежащих в основе секьюритизированных ценных бумаг, может вызвать падение на рынке последних. Примером данной ситуации может также служить ипотечный кризис 2007-го – начала 2008 гг., который также имел место в США.

Ипотечный кризис в США заключался в том, что банки выдавали кредиты, достигавшие 120%-130% от стоимости недвижимости. Предполагалось, что оставшиеся деньги заемщики потратят на благоустройство нового жилья. Такой вид кредитования является рискованным, потому что при наступлении дефолта сумма, полученная от продажи недвижимости, не покрывает расходы и задолженность заемщика по ипотечному кредиту. Кроме того, большинство американских ипотечных кредитов были выданы с плавающими процентными ставками, привязанными к индексу LIBOR. Процентная ставка по кредиту с плавающей ставкой выросла, ежемесячные платежи по кредитам, соответственно, также выросли, и американские заемщики не осилили выплаты по кредитам.

Американские кредиты выдавались на длительные сроки, а платеж состоял из двух частей:

- первая, самая большая, – это уплата процентов;
- вторая – погашение основного долга.

²⁰ Там же. С. 393-394.

²¹ Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х.П. Бэр; Пер. с нем. Ю.М. Алексеева, О.М. Иванова. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – С. 395.

¹⁹ Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х.П. Бэр; Пер. с нем. Ю.М. Алексеева, О.М. Иванова. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – С. 392-393.

Постепенно соотношение между ними изменяется, и выплаты по процентам уменьшаются. Таким образом, в первую очередь американские заемщики платили проценты, а когда некоторые кредиты были признаны дефолтными, оказалось, что деньги, которые вносились в банк, не намного уменьшили основной долг²².

В 2007 г. за счет роста невозвратов рынок недвижимости пошел вниз, банки стали терять деньги. Переоценив риски, банки стали закрывать лимиты друг на друга, ипотечные ценные бумаги упали в цене, новые выпуски не нашли покупателей. На рынке возник дефицит ликвидности, вызванный потерями заемщиков и банков и переоценкой рисков участниками рынка.

По данным, за октябрь 2007 г. по сравнению с аналогичным периодом 2006 г. в ряде штатов недвижимость «просела» на 8-12%, а в среднем по 20 крупнейшим городам – на 6,1%, что соответствует самому сильному падению за последние 16 лет²³.

В результате данного кризиса, начавшегося в США, убытки понесли не только американские финансовые институты, но инвесторы по всему миру, покупавшие ипотечные ценные бумаги.

Кроме того, проблемы на западных рынках привели к сужению источников финансирования и удорожанию привлечений для российских заемщиков. В наиболее сложном положении оказались банки, ориентированные на зарубежное фондирование.

Уменьшить риски внешнего финансирования и создать эффективную систему рефинансирования российских кредитных и финансовых организаций можно только при наличии развитого внутреннего финансового рынка. Такая система позволит активно использовать краткосрочные инструменты государственных регулирующих институтов для воздействия на текущие и долгосрочные параметры экономического роста, нейтрализуя негативное влияние внешних кризисных ситуаций на российскую экономику.

Тем не менее, по нашему мнению, кризис подобного масштаба в ближайшее время не грозит РФ по ряду причин:

- ипотечное кредитование в РФ только развивается, и объем выданных ипотечных кредитов невелик; кроме того, государство продолжает субсидирование ипотечных кредитов для молодых семей и ряда других категорий граждан;
- на российском рынке ипотечного кредитования плавающая процентная ставка не имеет широкого распространения;
- ипотечные кредиты без первоначального взноса в РФ не имеют широкого распространения; банки в основном выдают не более 90% от стоимости объекта.

С нашей точки зрения, в РФ развитие рынка секьюритизированных ценных бумаг (в том числе ипотечных) имеет большие перспективы, при учете ошибок, допущенных странами, имеющими многолетний опыт в данном направлении.

Одним из факторов развития рынка секьюритизации в РФ является совершенствование законодательной базы. В частности, необходимо принятие общего закона «О секьюритизации», а также внесение изменений в большое число действующих законов. Однако первый шаг на данном пути уже сделан: был принят закон «Об ипотечных ценных бумагах».

По мнению специалистов, по мере развития рынка и регулирующей системы российская столица может стать одним из глобальных финансовых центров, однако создание благоприятного инвестиционного климата является комплексной задачей, в решении которой должны участвовать как органы государственной власти, так и участники рынка.

²² Лебедев А.Ю., Колесник А.В. О последствиях ипотечного американского кризиса, и о его возможном влиянии на российский рынок недвижимости и ипотеки // www.eip.ru.

²³ Смирнов А. Ипотечный кризис в США: причины и следствия // www.finam.ru.

Литература

1. Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х.П. Бэр; Пер. с нем. Ю.М. Алексеева, О.М. Иванова. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – 624 с.
2. Гвардин С.В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний. – М.: Вершина, 2007. – 264 с.
3. Забулонов А. Производные финансовые инструменты: теоретический подход с учетом реалий рынка // Вопросы экономики. – 2003. – №8. – С. 41-55.
4. Иванов О. Право на жизнь: пять лет добивалась его маленькая поправка, которую ждали все // www.micex.ru.
5. Иностранные ценные бумаги на российском фондовом рынке. Глобальные идеи в глобальном мире // www.fcsm.ru.
6. Лебедев А.Ю., Колесник А.В. О последствиях ипотечного американского кризиса, и о его возможном влиянии на российский рынок недвижимости и ипотеки // www.eip.ru.
7. Мировой фондовый рынок и интересы России / Ин-т мировой экономики и междунар. отношений. – М.: Наука, 2006. – 358 с.
8. Потемкин А. Новые факторы роста // Ведомости. – 2006. – 12 декабря.
9. Рыбников А.Э. Российский фондовый рынок и рост экономики страны: Презентация на III Федеральном инвестиционном форуме 29 ноября 2006 г. // www.micex.ru.
10. Смирнов А. Ипотечный кризис в США: причины и следствия // www.finam.ru.
11. Халл Д.К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты: Пер. с англ. – 6-е издание. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007. – 1056 с.
12. Lashinsky A. Buffett to Investors: Do Nothing. Fortune, 2003, March 7.
13. Serwer A. The Oracle of Everything. Fortune, 2002, October 27.
14. Soros G. Open Society. Reforming Global Capitalism. N.Y.: Public Affairs, 2000.

Ключевые слова

Международный рынок; глобализация; публичное размещение; российская депозитарная расписка; технология прямой торговли; нумерующие агентства; производные финансовые инструменты; рынок секьюритизированных ценных бумаг; ценные бумаги, обеспеченные пулом ипотек; рефинансирование; дефицит ликвидности.

Покидова Анна Александровна

РЕЦЕНЗИЯ

В статье Покидовой А.А., аспиранта Всероссийской государственной налоговой академии Минфина РФ, рассматриваются направления развития российского фондового рынка в перспективе. Основное внимание уделяется развитию инструментальной составляющей фондового рынка.

В статье затрагивается вопрос о необходимости возврата размещений ценных бумаг российских компаний на отечественные торговые площадки. В связи с этим анализируются конкурентные преимущества и недостатки российских торговых площадок в сравнении с зарубежными.

В статье проводится сравнительная характеристика российской и зарубежной практики функционирования рынка деривативов и секьюритизированных ценных бумаг. Автор анализирует зарубежный опыт организации и функционирования указанных секторов фондового рынка, рассматривает их влияние на безопасность международной финансовой системы.

Один из разделов статьи посвящен появлению на российском фондовом рынке ценных бумаг иностранных эмитентов – российских депозитарных расписок и технологии прямой торговли ценными бумагами иностранных эмитентов.

По мнению автора, уменьшить риски внешнего финансирования и создать эффективную систему рефинансирования российских кредитных и финансовых организаций можно только при наличии развитого внутреннего финансового рынка. Такая система позволит активно использовать краткосрочные инструменты государственных регулирующих институтов для воздействия на текущие и долгосрочные параметры экономического роста, нейтрализуя негативное влияние внешних кризисных ситуаций на российскую экономику.

Тема, выбранная автором, является актуальной в условиях глобализации мировой финансовой системы.

Статья рекомендуется к публикации в журнале «Аудит и финансовый анализ». *Ишина И.В., д.э.н., профессор, зав. кафедрой «Финансы и кредит» Всероссийской государственной налоговой академии Минфина РФ*

8.9. PERSPECTIVE WAYS OF THE RUSSIAN SECURITIES MARKET DEVELOPING IN THE CONDITIONS OF GLOBALIZATION OF THE INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM

A.A. Pokidova, Post-graduate

State Tax Academy of the Russian Federation

The article examines the ways of the Russian securities market developing in the conditions of globalization of the international financial system. The article mainly focuses on the prospects of the following part of the securities market – the investment instruments. In the securitization markets article the Russian derivatives and are compared with the foreign ones. One of the parts of the article deals with the new perspective investment instrument – the Russian Depository Receipt.

Literature

1. Bar Hans Peter, Asset Securitisation: Financial Asset Securitisation as the Innovation Technique of the Banks Financing. 2007. 624 p.
2. S.V. Gvardin. IPO: Strategy, Prospects and Experience of the Russian Companies. 2007. 264 p.
3. A. Zabolonov. Derivatives: Theoretical Approach Focused on The Real Situation on The Market // The Economic Questions. 2003. № 8, p. 41 – 55.
4. O. Ivanov. The Right to Exist: Five Years of Conflict of the Little Correcting Which Was Expected By Everybody // www.micex.ru.
5. Foreign Securities on the Russian Securities Market. Global Ideas in the Global World // www.fesm.ru
6. A. Lebedev, A. Kolesnik. About the Consequence of the Mortgage Crisis and its Possible Influence on The Russian Estate and Mortgage Markets // www.eip.ru.
7. International Securities Market and the Interests of Russia. 2006. 358 p.
8. A. Potemkin. The New Factors of Growth // Gazette. 12.12.2006.
9. A. Ryibnikov. Russian Security Market and The Growth of the Russian Economy. Federal Investment Forum // www.micex.ru
10. A. Smirnov. The Mortgage Crisis in The USA: Reasons and Consequences // www.finam.ru
11. J. Hull. Options, Futures and Other Derivatives. 6-th ed., 2007. 1056 p.
12. A. Lashinsky. Buffett to Investors: Do Nothing. Fortune, 2003, March 7.
13. A. Serwer. The Oracle of Everything. Fortune, 2002, October 27.
14. G. Soros. Open Society. Reforming Global Capitalism. N.Y.: Public Affairs, 2000.

Keywords

International market, globalization, initial public offering, the Russian depository receipt, direct trading technology, numbering agencies, derivatives, securitization market, mortgage-backed securities, refinancing, liquidity deficit.