

**ПРОИЗВОДНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ:  
СУЩНОСТЬ И ВОЗМОЖНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ**

© 2013

**Т.В. Макианова**, преподаватель кафедры «Финансы и кредит»  
**О.Г. Коваленко**, кандидат экономических наук, доцент кафедры «Финансы и кредит»  
*Тольяттинский государственный университет, Тольятти (Россия)*

**Ключевые слова:** производная ценная бумага; производный финансовый инструмент; дериватив; вторичная ценная бумага; варрант; опцион эмитента; конвертируемая облигация; депозитарная расписка; фьючерс; форвард; опцион; своп.

**Аннотация:** В статье проведён анализ понятий «производная ценная бумага» и «производный финансовый инструмент», сформировано представление относительно причастности финансовых инструментов в той или иной группе. Выявлены возможности, которые дают производные ценные бумаги и производные финансовые инструменты (деривативы) участникам финансового рынка.

Развитие мирового фондового рынка привело к появлению большого числа финансовых инструментов и ценных бумаг, которые играют колоссальную роль на современном финансовом рынке, среди которых весомое место занимают производные ценные бумаги и финансовые инструменты.

В современной научной литературе часто встречаются понятия «производная ценная бумага» и «производный финансовый инструмент (дериватив)». При этом в ряде случаев эти термины используются как синонимы. Проанализируем сущность данных понятий и выявим, какие инструменты относят к производным ценным бумагам, а какие – к производным финансовым инструментам, или деривативам, и есть ли разница между этими понятиями.

Итак, все ценные бумаги делятся на два класса – основные и производные. Основные ценные бумаги, в свою очередь, делят на первичные и вторичные ценные бумаги.

Данной классификации поддерживаются многие учёные-экономисты, среди которых Бердникова Т.Б., Терентьева Т.В., Топсahalова Ф.М.-Г., Жуковская М.В., Кривонос Ю.Е., Батяева Т.А. и другие.

К первичным ценным бумагам относят акции, облигации, векселя, чеки и другие ценные бумаги, основу которых не составляют сами ценные бумаги. Часто первичные ценные бумаги называют просто основными ценными бумагами.

Вторичная ценная бумага, с юридической точки зрения, – это ценная бумага, представляющая собой имущественное право на другую ценную бумагу и (или) на доход от нее. С экономической точки зрения, вторичная ценная бумага – это титул самой ценной бумаги. Таким образом, к вторичным ценным бумагам относят ценные бумаги, которые выражают имущественные права на основные ценные бумаги: это депозитарные расписки, сертификаты на акции и пр. Российское законодательство не даёт определения вторичным ценным бумагам, не определяет их виды, а, следовательно, не запрещает относить данные инструменты к данной категории ценных бумаг.

Рассмотрим понятие производной ценной бумаги. Производная ценная бумага – это форма выражения имущественного права или обязательства, которые возникают в результате изменения цены базового актива. Эту особенность производных ценных бумаг, а именно зависимость от изменения цен на базисные

активы, так же выделяет большинство экономистов. Если исходить из представленного определения, то к производным ценным бумагам, несомненно, следует отнести фьючерсные, форвардные, опционные и своп контракты.

Однако обратимся к законодательству. Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам России «Об утверждении положения о видах производных финансовых инструментов» определены виды производных финансовых инструментов, среди которых законодатель выделяет опционный, фьючерсный, форвардный биржевой и внебиржевой, а также своп контракты [1]. То есть российское законодательство относит данные контракты не к производным ценным бумагам, а к производным финансовым инструментам.

Согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг», «финансовый инструмент – ценная бумага или производный финансовый инструмент» [2, ст. 2]. То есть любая ценная бумага является финансовым инструментом, но не каждый финансовый инструмент является ценной бумагой.

Исходя из вышесказанного, можем сделать вывод о том, что фьючерсные, форвардные, опционные и своп контракты необходимо относить к производным финансовым инструментам (деривативам), но не к производным ценным бумагам.

Из самого названия «производный финансовый инструмент» уже можно заключить, что это финансовый контракт с условиями, согласованными сторонами сделки; его стоимость является производной по отношению к другому активу или их совокупности, по которым регулируется ценовой риск. Иначе говоря, стоимость финансового инструмента определяется ценой актива (активов), составляющего его базу [3].

То есть в основе деривативов лежит базовый актив. Базовым активом могут являться товар, ценная бумага, процентные ставки, валюта, индексы и пр. В результате изменения цены базового актива по срочным инструментам возникают права или обязательства.

Фьючерс – это стандартный биржевой контракт (обязательство) на совершение сделки купли-продажи базового актива в будущем по заранее оговорённой цене. Различают поставочные и расчётные фьючерсы.

Форвард – это тоже контракт на совершение сделки купли-продажи базового актива в будущем по заранее оговорённой цене, однако обращается он на внебирже-

вом рынке, поэтому составляется на договорной основе, базовый актив при этом не стандартизирован. Обычно является поставочным.

Опцион – это контракт, который даёт право, но не налагает обязательства, его покупателю на покупку (в случае, если это опцион-колл) либо на продажу (в случае, если это опцион-пут) определённого базового актива у продавца (надписанта) опциона в течение оговоренного срока исполнения контракта (до даты экспирации) по заранее оговоренной цене (цене-страйк) с оплатой за это право продавцу премии (цены контракта).

Своп – это соглашение между сторонами, заключающееся в обмене платежами; по сути это несколько форвардных контрактов, обязательства по которым возникают с определённой периодичностью.

Итак, российское законодательство относит эти инструменты именно к производным финансовым инструментам, а не к производным ценным бумагам. Необходимо отметить, что некоторые экономисты (например, Галанов В.А.) выделяют основные и вторичные ценные бумаги, а также производные инструменты [4]. То есть понятие производной ценной бумаги не упоминается вовсе.

В связи с этим возникает вопрос, какие инструменты можно отнести к производным ценным бумагам.

Во-первых, к производным ценным бумагам можно отнести ценные бумаги, обладающие свойством производности, но которые нельзя отнести к вторичным по той причине, что они не представляют права на прочие ценные бумаги напрямую. Среди них конвертируемые облигации, варранты.

Конвертируемая облигация – это облигация, которая на определенных условиях может быть обменена на некоторое число обыкновенных акций. По своей сути конвертируемая облигация схожа с опционами. Действительно, для конвертируемых облигаций ценой

за право конвертации в обыкновенные акции является их более низкая доходность по сравнению с обычными облигациями.

Варрант – это опцион эмитента, и за право зафиксировать цену покупки акций или облигаций при их размещении тоже необходимо платить. То есть, по сути, варрант представляет собой опцион колл, который выписывает эмитент на свои же ценные бумаги.

Однако к производным финансовым инструментам российское законодательство не относит ни конвертируемые облигации, ни опционы эмитента (варранты).

Во-вторых, следует отметить следующее. Деление ценных бумаг на основные и производные даёт основание полагать, что если ценная бумага является вторичной, то относиться к производным она уже не может. Однако это противоречит логике, так как понятия производности и вторичности в общем смысле являются синонимами. Согласно толковому словарю Ожегова, «производный – образованный от другого, произошедший из чего-то другого». То же подходит и для понятия «вторичный».

Следовательно, ценные бумаги, относящиеся к вторичным ценным бумагам, можно тоже отнести к понятию производных ценных бумаг. Среди них – депозитарные расписки, сертификат на акции и пр.

Депозитарная расписка – это ценная бумага, сертификат, которая представляет собой право на определённое число или долю ценных бумаг иностранного эмитента. То есть это ценная бумага на ценные бумаги иностранного эмитента. Она является вторичной, а значит и производной ценной бумагой.

Таким образом, систематизируем представленные выше понятия и отразим это на рис. 1.

Проанализировав сущность производных ценных бумаг и финансовых инструментов и выявив различия между ними, рассмотрим их роль на финансовом рынке.

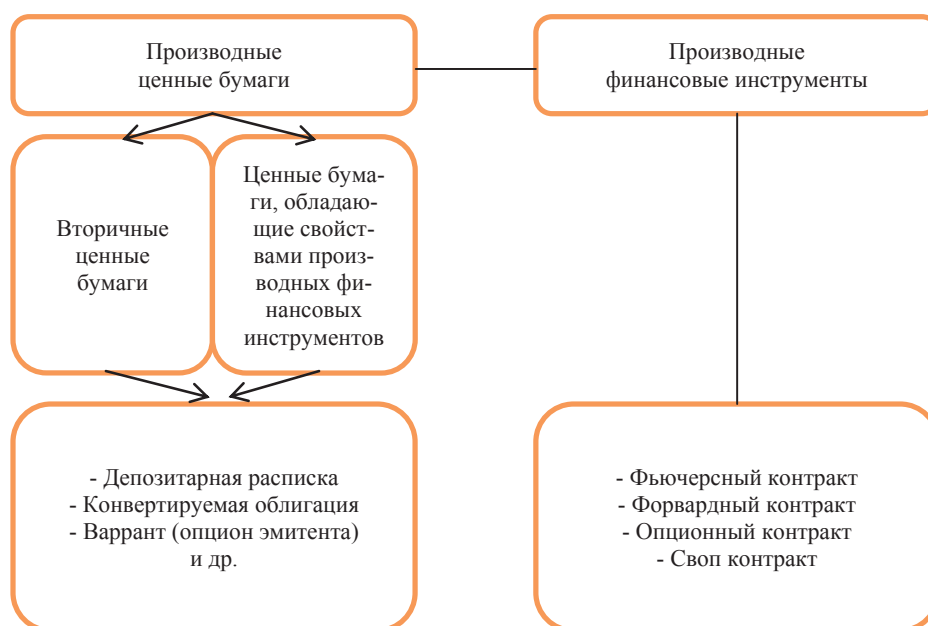


Рис. 1. Производные ценные бумаги и производные финансовые инструменты

Так, ориентируясь на проведенный выше анализ понятий, целесообразно рассмотреть отдельно роль производных ценных бумаг и роль производных финансовых инструментов (деривативов).

Итак, рассмотрим возможности, которые предоставляет его участникам рынок производных ценных бумаг, а именно основные его инструменты: конвертируемые облигации, варранты и депозитарные расписки.

Конвертируемая облигация даёт её обладателю право на получение фиксированного дохода от владения облигацией, а также право конвертации облигаций в обыкновенные акции предприятия, если это будет выгодно владельцу облигации, то есть доход по акциям превысит доход по облигациям. Вкладчик, приобретая конвертируемую облигацию, снижает риск, связанный с владением акцией, и при этом не упускает потенциальные выгоды, возникающие при успешной работе предприятия. Таким образом, преимущества для инвестора очевидны. К недостаткам данного инструмента можно отнести лишь то, что доходность по конвертируемым облигациям ниже, чем доходность по облигациям в целом.

Рассмотрим, какую роль играет выпуск данной ценной бумаги для эмитента. Итак, продавая конвертируемые облигации сегодня, эмитент создаёт меньшее разведение прибыли на акцию и сегодня, и в будущем. Это связано с тем, что конверсионная цена конвертируемых облигаций выше, чем цена нового выпуска обыкновенных акций. То есть выпуск конвертируемых облигаций можно рассматривать как альтернативу проведения дополнительной эмиссии акций. Более того, это более дешёвый способ по сравнению с облигациями обычными привлечь капитал: чем более выгодное для инвестора конвертационное преимущество, тем ниже будет доходность конвертируемой облигации. А разница в доходности – это своего рода премия за право конвертации.

Значительно расширяет инвестиционные возможности компании выпуск варрантов – опционов эмитента. Варранты обычно выпускаются одновременно с облигациями или привилегированными акциями, при этом привлекательность выпусков возрастает.

Производная ценная бумага называется варрантом, если она удостоверяет право его держателя на покупку ценных бумаг, выпускаемых эмитентом по установленной цене, в определенные сроки. Экономический интерес инвестора заключается в том, что исполнительная цена варранта в какой-то момент может оказаться ниже, чем рыночная цена акции. Если между рыночной ценой акции и исполнительской ценой варранта существует разница, то, следовательно, сам варрант имеет внутреннюю цену, и может обращаться на вторичном рынке. Базовыми активами варранта могут быть акции и облигации, при этом эмитентом варрантов должен быть эмитент базовых ценных бумаг.

Варранты технически выпускаются эмитентом при условии достаточности размещенного к выпуску капитала для обеспечения будущей эмиссии базовых ценных бумаг. В этом заключается основная разница между опционами и варрантами. Варранты отличаются от опционов по следующим показателям: варранты имеют большой срок жизни (пять лет и более) или являются бессрочными; в момент первоначальной эмис-

сии варранты находятся «вне денег»; число выпущенных варрантов всегда фиксировано и ограничено и т.д. В то же время варранты и опционы имеют аналогичную модель в ценообразовании. Только временная стоимость варрантов значительно больше, чем внутренняя, в связи с большим сроком их действия.

Данный инструмент становится всё более интересным не только для инвесторов, но и для спекулянтов, которых привлекает эффект финансового рычага.

Варранты могут выпускаться отдельно как самостоятельные ценные бумаги, могут быть присоединены к облигациям или привилегированным акциям для увеличения привлекательности эмиссии, могут быть выпущены в пакете с ценными бумагами. Таким образом, варранты дают компании следующие преимущества: служат для компании источником получения финансовых ресурсов; позволяют установить более низкую процентную ставку по облигациям или привилегированным акциям (то есть, к примеру, облигации, вместо того чтобы иметь конверсионную привилегию, могут выпускаться с варрантами, присоединенными к таким облигациям, или в виде отдельного документа).

Также значимым финансовым инструментом, который набирает в последние годы всю большую популярность, являются депозитарные расписки, которые предоставляют права на ценные бумаги иностранного эмитента.

Так, российская депозитарная расписка обращается в России и представляет собой права на ценные бумаги иностранного эмитента. На данный момент времени широкого распространения не получила.

Американская депозитарная расписка обращается на территории США и предоставляет права на ценные бумаги неамериканских эмитентов, в том числе российских.

На данный момент времени существует множество видов депозитарных расписок в зависимости от территории их обращения – бразильские, гонконгские, корейские и т.д. Но, несомненно, основными рынками депозитарных расписок являются рынки США и Европы, где обращаются американские, глобальные и европейские депозитарные расписки.

Основными преимуществами реализации программы выпуска депозитарных расписок для эмитента являются: практически неограниченная возможность привлечения иностранного капитала; уменьшение зависимости компании от конъюнктуры национального рынка акций и облигаций; увеличение ликвидности ценных бумаг на местном рынке; формирование позитивного имиджа компании; повышение доверия к эмитенту; привлечение зарубежных портфельных инвесторов для реализации инвестиционных проектов; увеличение спроса на акции и, как следствие, рост их курсовой стоимости на внутреннем рынке; продвижение товара или услуг на мировые рынки [5].

Инвесторам депозитарные расписки дают возможность приобретения иностранных ценных бумаг на национальном фондовом рынке; диверсификацию портфеля ценных бумаг; уменьшение странового риска; удобство расчетов и, как следствие, минимизацию расходов по приобретению актива; повышенную ликвидность депозитарных расписок по сравнению с ликвидностью ценных бумаг эмитента на местном рынке.

Также важным преимуществом для инвестора является возможность осуществления пространственного арбитража вследствие кратковременного спреда между рыночной ценой локальных акций и депозитарных расписок на них. Более того, открытие короткой позиции на рынке депозитарных расписок может служить стратегией хеджирования риска падения рыночной стоимости локальной ценной бумаги.

Таким образом, производные ценные бумаги значительно расширяют возможности компаний по формированию финансовой структуры, позволяя им привлекать дополнительных инвесторов, снижать стоимость капитала и финансовые риски. А для инвесторов это расширенные возможности инвестирования и возможность выбора.

Изучив возможности рынка производных ценных бумаг, рассмотрим возможности инструментов срочного рынка – производных финансовых инструментов, или деривативов, а именно фьючерсных, форвардных, опционных и своп контрактов.

Торги деривативами происходят на биржевом и внебиржевом рынке. К биржевым инструментам относятся фьючерсы и опционы, к внебиржевым – форварды и свопы.

Основными стратегиями использования данных финансовых инструментов являются спекуляции, хеджирование и арбитраж.

Итак, первой стратегией использования деривативов является спекуляция. Спекулянты обеспечивают ликвидность рынка и берут все риски на себя. Спекулянты используют такие инструменты, как фьючерсы и опционы. Использование форвардов и свопов для спекуляций нецелесообразно ввиду отсутствия системы биржевой торговли.

Срочный рынок привлекателен для спекулянта колоссальными возможностями. Ввиду того, что для открытия позиции на рынке (длинной или короткой) необходимо внести лишь маржу или премию, инструменты срочного рынка позволяют игрокам совершать сделки на гораздо большие суммы по сравнению с той, которой располагает инвестор. Более того, совершение сделок на срочном рынке привлекательно с точки зрения тарифов брокера.

Второй важнейшей стратегией использования деривативов является хеджирование рисков.

Хеджирование – это страхование, снижение риска от потерь, обусловленных неблагоприятными для продавцов или покупателей изменениями рыночных цен на базовый актив.

Суть хеджирования состоит в том, что на срочном рынке заключается сделка, доходность по которой будет отрицательно коррелирована с доходностью базового актива. Любое изменение цены принесёт продавцу и покупателю выигрыш на одном рынке и проигрыш на другом. Таким образом, хеджирование позволяет зафиксировать цену в будущем.

Фьючерсы могут торговаться с премией (ситуация контанго), могут со скидкой (ситуация бэквордэйн). Бывают ситуации, когда инвестор может не только захеджировать свою позицию по базовому активу, но и получить прибыль в размере базиса за вычетом издержек. Это возможно при коротком хедже, если фьючерсная цена выше спотовой; при длинном хедже,

если фьючерсная цена ниже спотовой. Причём финансовый результат будет одинаковый в случае движения рынка базового актива в любом направлении, хеджирование фьючерсными контрактами не позволяет получить случайную прибыль в случае движения рынка в сторону инвестора, в нашем случае в случае роста цены ценной бумаги. При этом сумма, которая первоначально потребуется для хеджирования, будет определяться маржой по фьючерсным контрактам [6].

В случае с покупкой опциона колл или пут ситуация иная. Сумма, которую необходимо будет временно затратить на хеджирование, будет определяться премией по выбранной цене-страйк. При этом полностью захеджировать риск практически невозможно ввиду действия временной стоимости. Так, в случае движения рынка не в сторону инвестора, хеджирование позволит зафиксировать рыночную стоимость актива, увеличенную на величину временной стоимости, действовавшей на момент открытия позиции по опционному контракту, и комиссии. Однако хеджирование опционными контрактами позволяет получить случайную прибыль от роста рыночной цены акции, и инвестор потеряет лишь сумму, равную размеру уплаченной премии и комиссии [6].

Стоит отметить, что фьючерсные и опционные контракты являются срочными и стандартизированными, и довольно сложно найти такие контракты, которые смогли бы захеджировать риск, как того желает инвестор. Таким образом, одним из рисков, которым подвержены хеджеры, является базисный риск, то есть риск несоответствия между характеристиками хеджируемого актива и используемого инструмента хеджирования.

Однако помимо стандартизированных контрактов на рынке широкое распространение получили внебиржевые деривативы – форварды и свопы, которые позволяют эффективно хеджировать базисный риск и имеют большую гибкость относительно условий заключения контракта.

Внебиржевые инструменты хеджирования – форварды и свопы – заключаются на договорной основе и позволяют учесть любые условия срочной сделки. Однако не всегда легко найти контрагента по сделке ввиду низкой ликвидности внебиржевых деривативов.

Итак, форвардный контракт по своей сути аналогичен фьючерсному, однако заключается на внебиржевом рынке со всеми вытекающими из этого последствиями (договорная основа; возможное отсутствие гарантийного обеспечения; низкая ликвидность; возможность выбора условий и пр.). Если фьючерсные контракты в своём большинстве являются расчётными, а доход или убыток по ним компенсирует соответственно убыток или доход на спотовом рынке, то форвардные контракты обычно являются поставочными, и заключаются непосредственно между продавцом и покупателем базового актива в будущем по заранее оговорённой цене.

Своп-контракт представляет собой обмен обязательствами, обмен денежными потоками в будущем на заранее оговорённых условиях [7]. По сути своп представляет собой серию форвардных контрактов. Различают валютный своп, процентный своп, своп финансовый активов, товарный своп. Сфера применения данного финансового инструмента колоссальна. Так, к примеру, товарный своп позволяет зафиксировать покупа-



телю и продавцу соответственно цены покупки и продажи базового актива в будущем на протяжении долгого периода времени.

Таким образом, предназначение хеджирования в том, чтобы устранить неопределенность будущих денежных потоков (как отрицательных, так и положительных), что позволит иметь полное представление о будущих доходах и расходах, возникающих в процессе финансовой или коммерческой деятельности [8].

Третьей стратегией применения производных финансовых инструментов является арбитраж. Так как существует рынок базового актива и рынок деривативов на данный базовый актив, то это даёт возможность совершения арбитражных операций.

Арбитраж – сделка, которая заключается в открытии противоположных позиций и фиксировании прибыли за счёт сложившейся разницы в ценах на разных рынках на один и тот же актив.

Так, если цена на базовый актив и цена на срочном рынке, приведённые к одному и тому же периоду времени, будут отличаться, то это даёт возможность проведения арбитражной сделки.

Таким образом, производные финансовые инструменты предлагают современному финансовому рынку колоссальные возможности, связанные с хеджированием рисков, а также проведения спекулятивных и арбитражных сделок. Более того, деривативы широко используются при формировании структурированных финансовых продуктов, которые получили широкое распространение в последние годы.

Подводя итог, можно сделать вывод о том, что и производные ценные бумаги, и производные финансовые инструменты (деривативы) на сегодняшний день расширяют возможности всех участников финансового рынка: и инвесторов, и эмитентов, и покупателей, и производителей. Финансовый рынок не стоит на месте, появляются всё новые и новые инструменты, позволяющие в той или иной степени удовлетворить возрастающие запросы его участников [9].

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам России от 4 марта 2010 г. № 10-13/пз-н «Об утверждении Положения о видах производных финансовых инструментов».
2. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
3. Курилова А.А. Использование теории активных систем в принятии решений по хеджированию рисков предприятиями автопрома // Вектор науки Тольяттинского государственного университета. – 2011. – № 1. – С. 320–326.
4. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с: ил. 5. Лебедев А.Е. Производные ценные бумаги: их роль в финансовой глобализации и значение для России // Проблемы прогнозирования. – 2004. – № 2. – С. 16–24.
5. Макшанова Т.В. Дефиниция понятия депозитарной расписки // В МИРЕ НАУЧНЫХ ОТКРЫТИЙ. Красноярск: Научно-инновационный центр. – 2011. – № 10.2 (Экономика и инновационное образование). – С. 932–940.
6. Макшанова Т.В. Основные стратегии использования депозитарных расписок на мировом финансовом рынке // Материалы VII международной научно-практической конференции «Финансовые инструменты развития кластерной политики» / Под общ. ред. Д.А. Яковенко. – Самара: Нац. институт проф. бухгалтеров, фин. менеджеров и экономистов, 2013. – С. 231–239.
7. Медведева О.Е., Аюпов А.А. Своп-контракт как инструмент управления финансовыми рисками в операциях лизинга // Экономические науки. – 2009. – № 53. – С. 277–281.
8. Курилова А.А., Курилов К.Ю. Хеджирование валютных и товарных рисков с использованием опционов предприятиями автомобильной промышленности // Аудит и финансовый анализ. – 2011. – № 2. – С. 132–137.
9. Коваленко О. Г. Банковский финансовый менеджмент и проблемы эффективного управления // Вектор науки Тольяттинского государственного университета. Серия: Экономика управление. – 2013. – № 1. – С. 70–72.

## DERIVATIVE SECURITIES AND FINANCIAL INSTRUMENTS: ESSENCE AND APPLICATIONS

© 2013

*T.V. Makshanova*, lecturer of the chair «Finance and Credit»

*O.G. Kovalenko*, candidate of economical science, associate professor of the chair «Finance and Credit»

*Togliatti State University, Togliatti (Russia)*

**Keywords:** derivative security; derivative financial instrument; derivative; secondary security; warrant; option of the issuer; convertible bonds; depository receipt; futures; forward; option; swap.

**Annotation:** This article analyzes the concepts of «derivative security» and «derivative financial instrument», formed an idea of the involvement of financial instruments in this or that group. Identified opportunities that give derivative securities participants of financial market.