

ФИНАНСЫ И НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ. БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ

УДК 336.76

ПРОИЗВОДНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ: СУЩНОСТЬ, ВИДЫ, КЛАССИФИКАЦИЯ

И.А. СТРОГАНОВА

(Полоцкий государственный университет)

В представляемой работе исследуется сущность и приводится классификация производных ценных бумаг. В результате теоретического исследования предложено авторское определение производных ценных бумаг. Указывается на необходимость разграничения понятий «производные ценные бумаги» и «производные финансовые инструменты на ценные бумаги». Отмечена сущностная особенность вторичных ценных бумаг.

Ключевые слова: производные финансовые инструменты, срочные финансовые инструменты, производные ценные бумаги, форварды, фьючерсы, опционы, свопы, депозитарные расписки, варранты, опционы эмитента.

Введение. В современной экономической литературе нет единого определения терминов «ценная бумага» и «производные ценные бумаги». Кроме того, данный вопрос затрагивается редко и зачастую вскользь в отечественных научных публикациях. Это объясняется тем, что данный сегмент рынка ценных бумаг практически отсутствует в Беларуси.

Представляется, что рынок производных ценных бумаг является высшим уровнем развития фондового рынка. Растущее значение производных инструментов, а также риски, связанные с ними, делают необходимым рассмотрение основных понятий, связанных с торговлей деривативами (второе название производных финансовых инструментов, чаще иных используемое в международной практике и зарубежной литературе). Причиной появления производных послужила потребность участников рынка в защите от рисков. Главная причина заключения сделок с производными финансовыми инструментами состояла в стремлении производителей продукции защитить себя от волатильности цен на товар в будущем. Производные обеспечили новые возможности защиты от ценовых рисков. Данная функция деривативов актуальна и в настоящее время. Особенно следует отметить роль производных инструментов в управлении валютного и процентного рисков.

Кроме того, рынок производных финансовых инструментов играет важнейшую роль в предоставлении обществу прогнозной экономической информации. По соотношению между текущей спот-ценой базового актива и ценой исполнения контрактов можно судить о том, как рынок оценивает перспективы изменения цены базового актива. Цена производных инструментов является своеобразным индикатором будущей конъюнктуры рынка.

Информация о ценах на срочном рынке дает возможность хозяйствующим субъектам корректировать свои планы в отношении объемов и структуры производства продукции, закупки сырья, размеров выручки, необходимости привлечения заемных средств и т.д. Поэтому рынок производных инструментов способствует развитию конкуренции, оптимальному распределению ресурсов и в конечном счете повышению эффективности экономики.

Вопрос о сущности рынка производных финансовых инструментов (далее – ПФИ) до настоящего времени является дискуссионным. Этот рынок в экономической литературе зачастую отождествляется с рынком срочных финансовых инструментов. Для разграничения рынка производных и срочного рынка необходимо провести четкую грань между понятиями производности, срочности и вторичностью финансовых инструментов.

Основная часть. В рамках решения вопроса о развитии отечественного финансового рынка и его составляющей – фондового рынка Республики Беларусь – проведено исследование теоретических основ и анализ понятийного аппарата фондового, срочного рынков и рынка производных. Изучение теоретических вопросов, методологических основ функционирования финансового рынка и его составляющей – фондового рынка – находится в поле зрения многих ученых и практиков. Данное исследование базируется на работах российских и отечественных исследователей: Г.И. Кравцовой [1], В.П. Чижик [2], А.Б. Фельдмана [3], В.А. Галанова [4], С. Овсейко [6], А. Дорожкина [7].

В ряде источников экономической тематики используется множество определений таких понятий, как «производный финансовый инструмент», «производная ценная бумага», «вторичная ценная бумага», «дериватив», «срочный контракт» и др. В ряде случаев эти термины отождествляются или подменяются,

что можно отчасти объяснить отсутствием единых представлений о том, что именно является объектом сделок на финансовом рынке и что понимается под тем или иным определением [1, с. 350; 2, с. 112].

Российский ученый А.Б. Фельдман отмечает, что такое экономическое явление, как «производные продукты-инструменты», по смыслу выступает исходным для экономического явления, обозначаемого термином «производные ценные бумаги», и должно рассматриваться как более широкое по отношению к нему [3, с. 26].

По мнению А.Б. Фельдмана, «производность основана на изменении во времени рентабельности и массы дохода (прибыли, маржи) при текущих и будущих денежных вложениях (денежных потоков) в непосредственной или опосредованной зависимости от движения (изменения) доходов (уровня и массы) от иных, других видов, типов, способов денежных вложений (денежных потоков), понимаемых как “базис”» [3, с. 33].

Как отмечает ученый А.Б. Фельдман [3, с. 44], «в ряде российских учебных курсов по рынку ценных бумаг используется термин “вторичные ценные бумаги” наряду с термином “производные ценные бумаги”. Тем самым автор указывает на методологическую некорректность применения приводимых определений в отношении «вторичные ценные бумаги» и «производные ценные бумаги».

На данную коллизию указывает и доктор экономических наук, заслуженный деятель науки Российской Федерации В.А. Галанов [4, с. 17]: «...как любое явление, рынок ценных бумаг – многогранная структура, конкретизирующая в многочисленных формах существования (проявлениях) своих объектах...»; В.А. Галановым отмечается полное отличие «таких разных инструментов рынка, как ценная бумага и производный финансовый инструмент» [4, с. 19]. Ученым также подчеркивается, что в методических целях не следует употреблять термин «производная ценная бумага» с тем, чтобы не допускать смешения понятий «вторичные ценные бумаги» и «производные ценные бумаги», что имеет место быть в экономической литературе.

«Производные финансовые инструменты – это контракты, стоимость которых зависит (является производной) от стоимости одного или нескольких лежащих в их основе активов», – отмечает в докторской диссертационной работе А.А. Афанасьев [5, с. 37]. Также А.А. Афанасьев отмечает специфическую особенность ПФИ: «В отличие от первичных производные финансовые инструменты дают возможность получить доход за счет изменения стоимости базового актива, не совершая никаких операций с самим активом» [5].

Кроме того, А.А. Афанасьев подчеркивает, что существует два подхода к определению таких контрактов. При первом подходе подчеркивается «стоимостной» аспект, поскольку производный характер ПФИ выражается в том, что в их основе лежит базовый актив – товары, валюта, фондовые индексы, процентные ставки или любая другая переменная величина. Актив контракта может быть совершенно любым, лишь бы имело место изменение его рыночной цены во времени (ценная бумага, валюта, фондовый индекс, процентная ставка и пр.).

Во втором подходе делается акцент на «временной» характер сделки, а именно на наличие временного интервала между датой заключения и датой исполнения контракта, что в работах других авторов определяется как «срочность».

«Срочность основана на протяженности времени исполнения сделки и расчетов по ней (на сдвиге сроков)», – утверждает А.Б. Фельдман [3, с. 33]. Именно на этом разграничении по сроку «spot» (ближайшие два-три рабочих дня после заключения сделки) построено различие реального (кассового, наличного, спотового) и срочного рынков. Основываясь на характере срочности, создаются продукты – инструменты срочного рынка.

Срочный финансовый инструмент – это финансовый инструмент, где контрагенты соглашаются о поставке (принятии поставки) базисного актива в будущем (через определенный срок свыше двух-трех рабочих дней).

На наличие необходимого условия – срочности при отнесении финансового инструмента к производному – также указывает белорусский ученый-экономист Г.И. Кравцова [1, с. 353]: «Производность финансовых инструментов порождена, главным образом, их срочностью. Срочность как бы встроена в каждую стратегию с использованием производных финансовых инструментов».

Кандидат экономических наук, ученый белорусской школы С.В. Овсейко в своей работе [6] приводит следующее определение деривативов: «деривативы – финансовые инструменты, стоимость которых происходит из стоимости активов, торгуемых на других рынках... Имманентным признаком деривативов выступает их срочный характер» [6, с. 52–53].

Так же как и И.Г. Кравцова [1], Чижик В.П. [2], А.Б. Фельдман [3], В.А. Галанов [4], С. Овсейко [6], на срочный характер ПФИ указывает главный экономист управления методологии банковского учета Национального банка Республики Беларусь А. Дорожкин [7], выделяя наличие *одновременно* трех черт для отнесения финансового инструмента к производному: наличие базисного актива, изменение цены которого отражается на цене финансового инструмента; незначительные инвестиции для приобретения; осуществление расчетов по данному инструменту в будущем [7, с. 21].

В своей работе [8] автором (*И. С.* – курсив наш) также указывается, что «производный инструмент всегда базируется на рыночном активе, цена которого подвержена рыночным колебаниям и ее значение в период действия этого инструмента постоянно изменяется» [8, с. 125]. В [8] также подчеркивается отличительная особенность производных финансовых инструментов – момент исполнения обязательств по контракту отделен от времени его заключения определенным промежутком, т.е. они имеют срочный характер¹.

Приведем примечательное суждение российского исследователя А.Б. Фельдмана по теме настоящей статьи [3, с. 57]: «производные финансовые инструменты представляют фиктивный капитал в чистом виде, являются воплощением этого капитала».

В настоящее время стандартизация финансовых инструментов закреплена в Международных стандартах финансовой отчетности (далее – МСФО) [10], где особо подчеркивается, что решающим фактором для классификации инструмента является не его юридическая форма, а *экономическое содержание*. В соответствии с МСФО финансовый инструмент – это любой договор, при котором одновременно возникают финансовый актив у одной компании и финансовое обязательство или долевого инструмент – у другой [10].

В соответствии с МСФО производным финансовым инструментом является такой финансовый инструмент, который одновременно характеризуется следующими свойствами [10]:

- его стоимость меняется в результате изменения стоимости базового актива – процентной ставки, курса ценной бумаги, цены товара, валютного курса, индекса цен, кредитного рейтинга и пр.;

- его приобретение не требует первоначально никаких или требует значительно меньших инвестиций по сравнению с прочими инструментами, имеющими подобную доходность и подобную реакцию на изменение рыночных условий;

- будет исполнен в будущем, т.е. носит срочный характер.

Последнее из перечисленных свойств свидетельствует о том, что *производные финансовые инструменты являются срочными контрактами*.

«Срочность, по преимуществу, ведет к производности, но и производность мотивирует срочность, приводит к ней. Соответственно самостоятельные свойства срочности и производности, осуществляясь в единстве, создают производные продукты – инструменты», – замечает А.Б. Фельдман [3, с. 33].

Однако, как представляется, далеко *не все контракты с отсроченным исполнением можно отнести к производным*. К примеру, отсрочка платежа за товар предоставляется при коммерческом кредите; также банк по поручению клиента-импортера открывает аккредитив в пользу иностранного поставщика с отсрочкой платежа и т.д. Поэтому ставить знак равенства между понятиями срочности и производности нельзя. По нашему мнению, «срочность» является необходимым, но не достаточным условием «производности».

В свою очередь, финансовый инструмент в зависимости от *способа продажи* может быть:

1) *первичным (начальным)*, предусматривающим реальную продажу (поставку) или покупку (получение) финансовых активов, в результате которых у сторон возникают взаимные требования или обязательства, к которым относят денежные средства, кредиты, депозиты, акции, облигации, векселя, поручительства и т.д.;

2) *производным*, предусматривающим приобретение обязательства или права на покупку (продажу) базовых активов или получение (выплату) дохода при изменении цены базового актива.

В отличие от первичных, производные финансовые инструменты дают возможность получить доход за счет изменения стоимости базового актива, не совершая никаких операций с самим активом.

В Федеральном законе Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» [9] определяется: «Финансовый инструмент – ценная бумага или производный финансовый инструмент».

Производный финансовый инструмент – *договор*, за исключением договора репо, предусматривающий одну или несколько из следующих обязанностей [9]:

1) обязанность сторон или стороны договора периодически или единовременно уплачивать денежные суммы, в том числе в случае предъявления требований другой стороной, в зависимости от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции, значений, рассчитываемых на основании цен производных финансовых инструментов, значений показателей, составляющих официальную статистическую информацию, значений физических, биологических и (или) химических показателей состояния окружающей среды, от наступления обстоя-

¹Срочная сделка – заключенная в торговой системе организатора торговли ценными бумагами сделка с финансовым инструментом срочных сделок, влекущая приобретение ее сторонами прав и обязанностей в отношении базисного актива, вытекающих из типовых условий финансового инструмента срочных сделок. Срочные сделки не являются сделками пари (в редакции постановления Министерства финансов Республики Беларусь от 18 ноября 2016 г. № 98 Об утверждении Инструкции о порядке совершения срочных сделок в торговой системе организатора торговли ценными бумагами).

тельства, свидетельствующего о неисполнении или ненадлежащем исполнении одним или несколькими юридическими лицами, государствами или муниципальными образованияами своих обязанностей (за исключением договора поручительства и договора страхования), либо иного обстоятельства, которое предусмотрено федеральным законом или нормативными актами Центрального банка Российской Федерации и относительно которого не известно, наступит оно или не наступит, а также от изменения значений, рассчитываемых на основании одного или совокупности нескольких указанных в настоящем пункте показателей. При этом такой договор может также предусматривать обязанность сторон или стороны договора передать другой стороне ценные бумаги, товар или валюту либо обязанность заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

2) обязанность сторон или стороны на условиях, определенных при заключении договора, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар либо заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

3) обязанность одной стороны передать ценные бумаги, валюту или товар в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора, обязанность другой стороны принять и оплатить указанное имущество и указание на то, что такой договор является производным финансовым инструментом.

Авторами [1–8] в качестве классических примеров ПФИ приводятся: форварды, фьючерсы, опционы и свопы. Типичными примерами производных инструментов МСФО указываются фьючерсные и форвардные договоры, договоры «своп» и договоры опциона [10, с. 374].

Приведем основные характеристики указанных ПФИ.

Фьючерсный контракт (или сокращенно фьючерс) – производный финансовый инструмент, представляющий собой соглашение на покупку/продажу стандартного количества товара или финансовых инструментов в определенную дату в будущем по оговоренной цене; *форвардный контракт (или сокращенно форвард)* – производный финансовый инструмент, представляющий собой соглашение на покупку/продажу товара или финансовых инструментов в определенную дату в будущем по оговоренной цене.

В отличие от фьючерсов *форварды* обычно доводятся до реальной поставки, при этом они не торгуются на биржах, не являются стандартизированными, а количество товара или финансовых инструментов и дата поставки определяются участвующими сторонами на договорной основе. *Опционный контракт (или сокращенно опцион)* – производный финансовый инструмент, предоставляющий покупателю право (но не налагающий на него обязанность) купить (в случае опциона колл) или продать (в случае опциона пут) активы, лежащие в основе опциона, в любое время на протяжении указанного периода (американский опцион) либо в указанную дату (европейский опцион) по оговоренной цене. В отличие от форварда покупатель опциона, заплатив определенную цену (премию опциона), получает право по своему усмотрению совершать или не совершать покупку/продажу актива по оговоренной цене.

Своп – производный финансовый инструмент, позволяющий временно обменять одни активы или обязательства на другие активы или обязательства. Как отмечалось ранее [1–8], срочные своп-контракты не являются производными от какого-либо базисного актива. Эта особенность выделяет свопы из общего ряда производных. Исследованию характеристик и особенностям функционирования своп-контрактов будет посвящена специальная статья автора (И. С.).

При имеющихся специфических отличиях указанным ПФИ присущи *одновременно* три свойства для отнесения их к ПФИ [7, с. 21; 9].

Первое свойство является следствием признака производности финансового инструмента и выражает прямую зависимость ценообразования ПФИ от стоимости базового актива, лежащего в его основе. Это позволяет инвестору получать доход от операций купли-продажи базового актива, не совершая при этом каких-либо действий с самим активом. *Второе свойство ПФИ* позволяет инвестору достичь эффекта финансового рычага, выражающегося в том, что для получения одинакового дохода при операциях на срочном рынке и кассовом (спотовом) рынке одного и того же базового актива в первом случае требуются начальные инвестиции, значительно меньшие по объему. В результате доходность инвестирования, например во фьючерсы, на акции в десятки раз выше в сравнении с инвестированием в сами акции. Причем на срочном рынке имеются еще и дополнительные возможности усиления эффекта финансового рычага. При проведении операций с ПФИ широко практикуется предоставление инвестору так называемого кредитного плеча. Брокер предоставляет своему клиенту кредит, размер которого в несколько раз больше, чем имеющиеся у него собственные средства.

Третье свойство ПФИ – двойственная природа рыночных отношений в производном финансовом инструменте. Поскольку любой инструмент рынка – это соглашение, по крайней мере, двух сторон, постольку участнику рынка, пытающемуся сохранить свой капитал, должен противостоять другой участник рынка, который согласен рисковать своим капиталом в надежде на получение дохода от данного инструмента рынка. В результате производный инструмент есть и инструмент сохранения капитала, и инструмент его приумножения. В противном случае производный инструмент не мог бы появиться на рынке, цель которого – увеличение капитала, а не только его сохранение [8, с. 133].

От ПФИ следует отличать *производные и вторичные ценные бумаги*, которые сами есть ценные бумаги и одновременно удостоверяют определенные права по отношению к другой ценной бумаге [5, с. 38].

В Законе Республики Беларусь «О ценных бумагах» [10] закреплено следующее определение: *производные ценные бумаги* – ценные бумаги, удостоверяющие права и (или) устанавливающие обязанности по покупке или продаже иных ценных бумаг.

В законодательных актах Российской Федерации единожды встречается определение производных ценных бумаг. В постановлении Правительства от 28 декабря 1991 г. № 78 (в настоящее время не действует, утратило силу) говорится: «производные ценные бумаги – любые ценные бумаги, удостоверяющие право их владельца на покупку или продажу акций, облигаций, государственных налоговых обязательств (акций акционерных обществ, облигаций, государственных долговых обязательств и самих производных ценных бумаг)». В этом же документе утверждалось понятие ценной бумаги: «Ценная бумага – денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ».

В частности, В.А. Галанов [4, с. 19] определяет рынок ПФИ на ценные бумаги как рынок срочных контрактов на ценные бумаги, заключаемых не с целью действительной купли-продажи, а лишь с целью получения разницы в их рыночных ценах во времени.

Другими словами, производные ценные бумаги – это ценные бумаги «второго порядка», которые не создают каких-либо имущественных претензий к эмитенту, а дают право на приобретение определенного количества выпускаемых ценных бумаг в будущем. Производные ценные бумаги удостоверяют права владельца на покупку или продажу первичных ценных бумаг. Цена производной ценной бумаги внутренне зависит от цены другой ценной бумаги, цена которой является производной от базисных активов.

Базисный актив производных ценных бумаг – ценные бумаги, выступающие в качестве предмета купли-продажи посредством производных ценных бумаг.

Особенности производных ценных бумаг:

- возникновение производных ценных бумаг основано на том, что цены на первичные активы подвержены изменениям;
- цена производных ценных бумаг базируется, как правило, на вероятном изменении цены первичных активов;
- производные ценные бумаги имеют ограниченное время существования по сравнению с другими ценными бумагами (как правило, до нескольких месяцев);
- операции с производными ценными бумагами позволяют получить доход при сравнительно небольшом объеме инвестиций (эффект финансового рычага);
- внешняя форма обращения производных ценных бумаг аналогична форме обращения других ценных бумаг.

Основные цели обращения производных ценных бумаг:

- снижение рисков, связанных с изменением цен на первичные активы;
- получение прибыли от изменения цен на первичные активы;
- ограничение хождения акций и других долевых ценных бумаг.

Производные ценные бумаги прямо не связаны с увеличением акционерного капитала. Они служат средством личного обогащения их владельцев (в случае спекулятивных стратегий, проводимых владельцами) или хеджирования (защиты) финансовых рисков.

В результате анализа понятий «ценная бумага» и «производные ценные бумаги», проведенного в настоящей научной работе, представляется возможным дать авторское определение понятию «*производные ценные бумаги*».

Производной ценной бумагой называется бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценной бумаги базисного актива – ценной бумаги, которая является предметом купли-продажи посредством производной ценной бумаги.

Далее остановимся на выявлении сущности понятия «вторичные ценные бумаги».

Рынок ценных бумаг в зависимости от стадий кругооборота ценной бумаги подразделяется на два вида – первичный и вторичный.

Первичный рынок – это рынок первых и повторных эмиссий (выпусков) ценных бумаг, на котором осуществляется их начальное размещение среди первых инвесторов. На первичном рынке эмитент (предприятие, государственное учреждение) продает новые выпуски ценных бумаг и получает за них нужные денежные средства. Такие бумаги сразу же приобретают первоначальные инвесторы (за рубежом – финансово-кредитные учреждения или индивидуальные инвесторы). Основное назначение этого рынка – свети продавцов и покупателей специфического товара – ценных бумаг, обеспечить свободный и быстрый перелив капиталов в наиболее эффективные сферы деятельности. Соответственно, важнейшая часть первичного

рынка – полное раскрытие информации для инвесторов, позволяющее сделать обоснованный выбор вида ценной бумаги для вложения денежных средств. Раскрытию информации подчинено все, что происходит на первичном рынке: подготовка проспекта эмиссии, его регистрация и контроль государственными органами с позиции полноты представленных данных, публикация проспектов и итогов подписки и т.д.

Вторичный фондовый рынок – это рынок, на котором обращаются ранее эмитированные на первичном рынке ценные бумаги. При этом дилеры, которые приобрели ценные бумаги на первичном фондовом рынке, продают их по рыночной цене. По сути это отношения между владельцами (инвесторами) по поводу обращения ценной бумаги и отношения между владельцами (инвесторами) и эмитентами по поводу обратного выкупа ценной бумаги.

Основное назначение вторичного рынка ценных бумаг состоит в поддержании ликвидности рынка ценных бумаг, что позволяет реализовать интересы инвесторов. При наличии вторичного рынка инвестор имеет возможность в любой момент продать принадлежащие ему ценные бумаги по рыночной стоимости. Тем самым поддерживается доверие инвесторов к фондовому рынку как инструменту вложения временно свободных денежных средств.

Вторичный рынок состоит из последующих инвесторов, между которыми совершается перепродажа (первая и последующие) ценных бумаг. Вторичная торговля поддерживается банками и специализированными фирмами (инвестиционными институтами). Учет взаимных обязательств участников торгов выполняют клиринговые организации. Перечисление денежных средств от покупателя к продавцу осуществляют коммерческие банки, а ценных бумаг от продавца к покупателю – депозитари. Фиксация права собственности покупателей на ценные бумаги осуществляется реестродержателями.

Два фондовых рынка ценных бумаг – первичный и вторичный, с одной стороны, взаимосвязаны, а с другой – сильно различаются.

Вторичные ценные бумаги – это ценные бумаги, выпускаемые на основе первичных ценных бумаг, это ценные бумаги на сами ценные бумаги. Обычно в мировой практике вторичные ценные бумаги получают самостоятельные названия, отличающие их от своих основных ценных бумаг и друг от друга.

К ним можно отнести: фьючерсы и опционы на акции, фондовые варранты (опционы эмитента в российской практике, подписные права), депозитарные расписки [1, 2, 4].

Причины появления вторичных ценных бумаг можно разделить на две группы:

1) наличие у владельцев основных ценных бумаг таких прав, которые могут иметь самостоятельную, отдельную от основной ценной бумаги форму существования, которая позволяет лучше и эффективнее как для владельцев основной бумаги, так и для лица, обязанного по ней реализовать соответствующее имущественное (или иное) право;

2) повышение качества существующих основных ценных бумаг путем выпуска на их основе ценных бумаг, более привлекательных для рынка, чем исходная бумага. Речь идет о повышении ликвидности основной ценной бумаги или, например, о снижении некоторых важных для определенных групп ее владельцев рисков, свойственных этой бумаге.

Но, как отмечалось ранее, в качестве базового актива ПФИ может использоваться любой другой товар или переменная величина, в том числе и ценные бумаги. В частности, фьючерс на нефть относится к ПФИ, но при этом не является вторичной ценной бумагой. В то же время среди вторичных ценных бумаг есть такие инструменты, которые можно считать подобными ПФИ ввиду наличия характера срочности – депозитарные расписки и фондовые варранты (опционы эмитента в Российской Федерации) [1, с. 353].

Примером производных ценных бумаг, по мнению А.А. Афансьева [5, с. 38], могут служить:

а) депозитарные расписки – это ценные бумаги, которые получают их владельцы, хранящие свои первичные ценные бумаги в депозитории (хранилище ценных бумаг, других ценностей – банке или ином кредитном учреждении). Владельцы депозитарных расписок образуют своеобразный картель, общий фонд прибыли они делят между собой согласно ранее установленной пропорции;

б) фондовые варранты на акции и облигации (залоговое свидетельство) – ценные бумаги, которые дают ее владельцу право на покупку других ценных бумаг при их начальном размещении по льготной цене. Их продает эмитент (лицо, выпускающее денежные знаки и ценные бумаги);

в) стрипы – вторичные долговые ценные бумаги, бескупонные облигации, выпускаемые данной компанией под ежегодные процентные платежи по имеющемуся в ее распоряжении портфелю высоконадежных облигаций, обычно государственных. Стрипы продаются и покупаются как обычные облигации по цене ниже номинала облигации, т.е. с дисконтом. Погашаются стрипы соответствующего года по номинальной стоимости за счет купонного дохода этого же года по облигациям, принадлежащим компании, выпустившей стрипы.

г) специальные подписные права – ценная бумага, дающая право уже существующим акционерам приобретать новые выпуски акций компании по ценам более низким, чем те, по которым они размещаются на первичном рынке и так далее.

Депозитарные расписки – это довольно развитый финансовый инструмент, которым часто пользуются на фондовых рынках США, Японии и других стран с развитой рыночной экономикой. Депози-

тарная расписка в самом общем виде есть вторичная ценная бумага, выпущенная в форме сертификата авторитетным депозитарным банком мирового значения на акции иностранного эмитента и свидетельствующая о владении определенным количеством акций иностранной компании, депонированных в стране нахождения этой компании, обращение которых осуществляется в другой.

Суть депозитарных расписок заключается в том, что депозитарий, приобретая какую-либо ценную бумагу в собственность, затем выпускает свои собственные расписки для покупателей о том, что они имеют право пользоваться выгодами от этих ценных бумаг.

Депозитарная расписка – ценная бумага, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента [4, с. 146]. Эти ценные бумаги выпускаются при размещении акций на международном рынке.

Российский ученый-экономист В.П. Чижик определяет депозитарную расписку как вторичную ценную бумагу [2, с. 127].

Технически процедура выпуска депозитарных расписок включает в себя следующие этапы:

- 1) выпуск базовых ценных бумаг (акций или облигаций) эмитентом той или иной страны;
- 2) выкуп указанных базовых ценных бумаг иностранным (по отношению к эмитенту) или международным банком (депозитарием) и помещение их на хранение;
- 3) выпуск депозитарных расписок с правами, которые предоставляют базовые ценные бумаги, помещенные на хранение;
- 4) обращение депозитарных расписок в стране в валюте, отличной от страны эмитента.

В соответствии с Федеральным законом Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» [9] депозитарная расписка – это именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество представляемых ценных бумаг (акций или облигаций иностранного эмитента либо ценных бумаг иного иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении акций или облигаций иностранного эмитента) и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента российских депозитарных расписок получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представляемых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами. В случае если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок, указанная ценная бумага удостоверяет также право ее владельца требовать надлежащего выполнения этих обязанностей [9].

Рыночная стоимость депозитарной расписки зависит от следующего [2, с. 129]:

- курса валюты;
- цены на базовые ценные бумаги;
- условий обращения базовых ценных бумаг и депозитарных расписок;
- ограничений по приобретению базовых ценных бумаг для зарубежных инвесторов.

Продать депозитарную расписку можно двумя путями:

- путем прямой продажи депозитарных расписок на вторичном рынке;
- путем конвертации депозитарных расписок в акции и продажи этих акций на рынке страны компании-эмитента.

Целями выпуска депозитарных расписок, по мнению В.П. Чижик [2, с. 129], являются:

- привлечение дополнительного капитала для реализации инвестиционных проектов;
- создание имиджа, привлекательного для иностранных и отечественных инвесторов, так как депозитарные расписки на акции компаний выпускают известные мировые банки;
- рост курсовой стоимости акций на внутреннем рынке в результате возрастания спроса на эти акции;
- расширение круга инвесторов, привлечение зарубежных портфельных инвесторов.

Для инвесторов депозитарные расписки предоставляют следующие возможности:

- более глубокая диверсификация портфеля ценных бумаг;
- доступ через депозитарные расписки к акциям зарубежных компаний;
- получение высокого дохода на росте курсовой стоимости акций компаний из развивающихся стран;
- снижение рисков инвестирования в связи с несинхронным развитием фондовых рынков в различных странах.

Кроме того, торгуя депозитарными расписками, иностранные инвесторы имеют возможность оценить зарубежные компании.

Остановимся более подробно на анализе свойств такой ценной бумаги, как *варрант*.

Варранты являются одним из основных видов вторичных ценных бумаг, предоставляющих права на приобретение основных ценных бумаг.

Варрант (warrant) – ценная бумага, дающая право на приобретение актива (ценных бумаг) в будущем, что позволяет считать варрант подобным производным финансовым инструментом.

Фондовый варрант (опцион эмитента) – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоя-

тельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента [2, с. 130; 4 с. 143; 9].

Фондовый warrant (опцион эмитента) – документ, дающий его владельцу преимущественное право на покупку акций или облигаций какой-то компании в течение определенного срока по установленной цене; это вторичная ценная бумага дающая право на покупку в будущем определенного числа акций или облигаций того же эмитента по фиксированной цене.

Федеральным законом от 28.12.2002 № 185-ФЗ [9] в Российской Федерации введено определение «опциона эмитента»: эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента. Опцион эмитента является именной ценной бумагой. Принятие решения о размещении опционов эмитента и их размещение осуществляются в соответствии с установленными федеральными законами правилами размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции. При этом цена размещения акций во исполнение требований по опционам эмитента определяется в соответствии с ценой, определенной в таком опционе.

В зарубежной практике имеют право и обменные варианты.

Выпуск фондовых вариантов осуществляется под акции (или облигации), которые должны быть выпущены в обращение, но в течение всего срока существования этих фондовых вариантов они отсутствуют на рынке и появляются лишь по мере обмена вариантов на акции (или облигации). Ценность фондового варианта для его владельца состоит в возможности получения дифференциального дохода в виде разницы между будущей ценой акций и ценой, зафиксированной в варианте.

Фондовый warrant продается и покупается на рынке, как и любая другая ценная бумага. Его теоретическая цена (стоимость) определяется, с одной стороны, существующей на каждый момент времени разницей между рыночной ценой акции и ценой, фиксированной в варианте, которая называется его «внутренней» стоимостью, а с другой – зависит от времени, остающегося до истечения срока действия варианта, или «временной» стоимости, в которой отражаются перспективы или ожидания относительно динамики рыночной цены акции данной компании в будущем. Фондовые варианты могут погашаться компанией без обмена на акции, в частности путем выкупа у владельцев и т.п.

По своему экономическому содержанию фондовый warrant представляет собой опционный контракт (или просто опцион) на покупку соответствующей ценной бумаги. Основные отличия данного варианта от опциона на покупку состоят в следующем:

- а) warrant есть ценная бумага, которая эмитируется (выпускается) компанией, а опцион есть срочный контракт, результат заключения опционной сделки;
- б) количество вариантов ограничено размерами эмиссии соответствующей ценной бумаги, а количество заключенных опционных сделок определяется потребностями самого рынка;
- в) варианты выпускаются на длительные сроки, а опционный контракт – это обычно краткосрочный контракт;
- г) в случае выпуска вариантов величина капитала компании (собственного или заемного) увеличивается в ходе реализации вариантов, а заключение опционных сделок не имеет отношения к капиталу компании;
- д) варианты выдаются своим первоначальным владельцам бесплатно, а владелец опциона уплачивает за него премию подписчику (продавцу) опциона.

Фондовый warrant (подписное право, опцион эмитента) – ценные бумаги, которые дают право приобрести определенное число ценных бумаг компании по фиксированной или льготной цене.

Таким образом, важнейшими свойствами фондового варианта (подписного права, опциона эмитента) являются [2, с. 130]:

- это эмиссионная ценная бумага, т.е. выпускается сериями и требует государственной регистрации;
- это производная ценная бумага, которая предоставляет только одно право – купить в будущем акции этого же эмитента;
- цена приобретения акций (или порядок ее определения) устанавливается в момент выпуска опциона эмитента и является обязательным реквизитом такого опциона;
- опцион эмитента является именной ценной бумагой, т.е. выписывается на конкретное имя, а имена владельцев регистрируются в соответствующем реестре;
- для осуществления прав, предоставляемых опционом эмитента, компания должна зарегистрировать новый выпуск дополнительных акций, которые будут проданы владельцу опциона по установленной в опционе цене.

Основная цель выпуска фондового варианта (опциона эмитента) – создание инструмента стимулирования деятельности высшего управленческого персонала общества. Опционы эмитентов предоставляются топ-менеджерам, содержат цену, по которой они могут выкупить акции компании в определенный момент, что стимулирует менеджеров принимать решения, способствовавшие росту курсовой стоимости акций компании [2, с. 131]. Данный инструмент достаточно давно известен в зарубежной практике,

однако история свидетельствует о том, что результативность такого способа стимулирования является спорной. Зачастую с целью получения сиюминутной выгоды топ-менеджеры предпринимали действия по искусственному завышению цен на акции компании. В тот момент, когда цена акции достигала максимального значения, они реализовывали свои опционы (приобретали акции по цене, установленной в опционе) и продавали указанные акции на рынке, впоследствии цена акции снижалась. Хотя в целом нельзя не признать, что это заслуживающий внимания метод увязки интересов менеджеров компании с интересами ее акционеров.

Депозитарные расписки и фондовые warrants вторичны по отношению к тем ценным бумагам, на которые они выпущены, и удостоверяют определенные права, вытекающие из основных ценных бумаг. С этой точки зрения их можно относить к производным. Но поскольку эти ценные бумаги не обладают одновременно всеми тремя свойствами ПФИ, их нельзя считать *полноценными* производными финансовыми инструментами.

Цены на расписки меняются в соответствии с изменением цен на базовые ценные бумаги.

В настоящий момент депозитарные расписки на акции компаний котируются на фондовых биржах Европы и США. В мировой практике аналогом российского опциона эмитента на акцию являются фондовый warrant и подписное право, содержание которых аналогично содержанию опциона эмитента.

Заключение. Проведенный анализ позволяет обоснованно разграничить рынок производных финансовых инструментов и рынок срочных финансовых инструментов. Эти рынки являются во многом перекрещивающимися, поскольку на обоих из них обращаются финансовые инструменты, обладающие одновременно свойствами производности и срочности. Вместе с тем каждый из этих рынков содержит свои собственные сегменты. На рынке срочных финансовых инструментов – это финансовые инструменты, обладающие исключительным свойством срочности (отзывные облигации, своп контракты). На рынке производных финансовых инструментов – это финансовые инструменты, обладающие исключительным свойством производности (депозитарные расписки и конвертируемые ценные бумаги). Таким образом, рынок производных финансовых инструментов представляет собой систему экономических отношений между покупателями и продавцами финансовых инструментов, одни из которых обладают свойствами срочности и производности, а другие – исключительно свойством срочности.

Предлагается разграничение рынков производных финансовых инструментов и срочных финансовых инструментов:

- 1) бессрочные непроизводные ценные бумаги – акции;
- 2) срочные непроизводные ценные бумаги – облигации, векселя;
- 3) срочные производные ценные бумаги – опционы, фьючерсы, форварды на развитых фондовых рынках;
- 4) полноценные срочные производные инструменты – опционы, фьючерсы, форварды;
- 5) неполноценные срочные производные инструменты – свопы;
- 6) бессрочные производные ценные бумаги – опцион эмитента на акцию, фондовый warrant, подписное право, конвертируемые ценные бумаги, депозитарные расписки.

Производной ценной бумагой называется бездокументарная форма выражения имущественного права (обязательства), возникающего в связи с изменением цены лежащего в основе данной ценной бумаги базисного актива – ценной бумаги, которая является предметом купли-продажи посредством производной ценной бумаги.

Что касается вторичных ценных бумаг, их можно отнести к ПФИ лишь частично. Среди вторичных ценных бумаг есть такие инструменты, которые можно считать подобными ПФИ ввиду наличия характера срочности, – депозитарные расписки и фондовые warrants (опционы эмитента в России).

Рынок производных ценных бумаг не существует в качестве обособленного рынка в силу того, что производные ценные бумаги выпускаются и обращаются в том же порядке, что и исходные ценные бумаги.

Учитывая существенный интерес игроков рынка к операциям с ПФИ, возрастает количество участников торговли и их активность по заключению сделок, вследствие чего растет и ликвидность этих инструментов. Это позволяет максимально приблизить цену базового актива к его реальной стоимости. Таким образом, ПФИ способствуют установлению равновесных цен и формированию справедливого рынка.

Производные финансовые инструменты также могут оказывать и негативное воздействие на финансовый рынок. К основным проблемам их использования можно отнести: возможность дестабилизации цен из-за действий спекулянтов; умышленное использование с целью оказания разрушительного влияния на финансовую систему; рынок ПФИ практически не поддается контролю, что может представлять угрозу для стабильности экономики.

ЛИТЕРАТУРА

1. Фондовый рынок / Г.И. Кравцова [и др.] ; под общ ред. проф. Г.И. Кравцовой. – Минск : БГЭУ, 2016. – 494 с.

2. Чижик, В.П. Рынок ценных бумаг : учеб. пособие / В.П. Чижик. – М. : ФОРУМ: ИНФРА-М, 2018. – 448 с.
3. Фельдман, А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты : учебник / А.Б. Фельдман. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 304 с.
4. Галанов, В.А. Рынок ценных бумаг : учебник / В.А. Галанов. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2017. – 414 с.
5. Афанасьев, А.А. Методологические основы и механизмы деятельности коммерческих банков на рынке производных финансовых инструментов : дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10. – М., 2002. – 415 с.
6. Овсейко, С. Производные инструменты: сущность понятия [Электронный ресурс] / С. Овсейко // Банкаўскі веснік. – 2012. – № 25. – С. 52–60, № 28. – С. 64–70. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/bv/Arch/570.pdf>.
7. Дорожкин, А. НСФО 39 и производные финансовые инструменты [Электронный ресурс] / А. Дорожкин // Банкаўскі веснік. – 2006. – № 34 (363). – С. 21–25. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/bv/Arch/363.pdf>.
8. Строганова, И.А. Исследование производных финансовых инструментов хеджирования валютных рисков / И.А. Строганова // Вестник Полоц. гос. ун-та. Сер. D, Экономические и юридические науки. – 2018. – № 6. – С. 125–134.
9. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] : Федеральный Закон Российской Федерации от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Электронный фонд правовой и нормативно-технической документации <http://docs.cntd.ru/document/9018809>.
10. О введении в действие на территории Республики Беларусь Международных стандартов финансовой отчетности и их Разъяснений, принимаемых Фондом Международных стандартов финансовой отчетности [Электронный ресурс] : постановление Совета Министров Респ. Беларусь и Национального Банка Респ. Беларусь 19 авг. 2016 г. № 657/20. – Режим доступа: http://www.minfin.gov.by/upload/accounting/mfso/post_190816_657_20.pdf. – Дата доступа: 28.05.2019.
11. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] : Закон Респ. Беларусь 5 янв. 2015 г. № 231-3 // КонсультантПлюс Беларусь / ООО «Юрспектр», Нац. Центр правовой информ. Респ. Беларусь. – Минск, 2015.

Поступила 22.10.2019

DERIVATIVE SECURITIES: NATURE, TYPES, CLASSIFICATION

I. STROGANOVA

As a result of theoretical research, a new definition of derivative securities is proposed. The necessity of differentiation of concepts – derivative securities and fixed-term securities is specified. The essential feature of secondary securities is noted.

Keywords: *derivative financial instruments, derivatives, derivative securities, forwards, futures, options, swaps, Depositary receipts, warrants, Issuer options.*