

К вопросу о «Производных инструментах, связанных с акциями (подписные права и варранты) и примеры их использования»

Студент 3 курса Докучаев Кирилл

ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время перед Россией остро стоит проблема привлечения иностранных инвестиций, без которых сложно себе представить полноценное развитие промышленности и осуществление крупных проектов, из-за отсутствия достаточных средств внутри страны или нежелания потенциальных инвесторов-резидентов рисковать своим капиталом. В то же время о привлечении иностранных инвестиций нечего и говорить без развитого фондового рынка. Рынок же производных финансовых инструментов является неотъемлемой частью фондового рынка.

Существование самих деривативов в последнее время вызывает неоднозначные оценки, так как они задумывались для страхования рисков, а на сегодняшний день выступают также как средство осуществления спекуляций и являются одной из причин финансовых кризисов.

Мировой рынок производных финансовых инструментов, несмотря на свою относительную молодость, является динамично растущим сегментом финансового рынка. Обороты биржевых торгов по срочным контрактам, как правило, существенно превышают обороты на рынках базовых активов. Это связано в первую очередь с тем, что способом управления рисками и соответственно базой для осуществления финансового планирования является хеджирование - или перераспределение риска.

В 90-е гг. XX в. состав участников рынка расширился за счёт стран с переходной экономикой, в том числе и России, где он появился одновременно с началом рыночных реформ.

В последние годы российский рынок производных финансовых инструментов бурно развивается. Но современный отечественный срочный рынок далек от совершенства, и его стремительный рост повлек за собой возникновение острых проблем, волнующих инвесторов.

ПОНЯТИЕ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Производные инструменты финансового рынка (дериватив) – это ценные бумаги, цена которых внутренне зависит от цены других активов (базовых инструментов), т.е. цена является производной величиной от цены других инструментов.

Производная ценная бумага даёт владельцу право или обязанность купить или продать какой-либо товар в будущем. Это также означает, что они не могли бы существовать без отсутствия базового инструмента, т.е. если по какой-либо причине прекратится торговля базовыми инструментами, то прекратится обращение производных.

Базовыми активами могут быть: товары в материально-вещественной форме (биржевые товары – зерно, металлы, нефть, сахар) и финансовые активы (ценные бумаги, валюта, процентные ставки, фондовые индексы)

Строго говоря, большинство производных инструментов по закону не отнесено к ценным бумагам. Это своего рода контракты, которые дают право на осуществление сделок с классическими ценными бумагами.

Производные финансовые и товарные инструменты создают фиктивный капитал и обеспечивают движение фиктивного капитала. Иными словами, появление производных финансовых инструментов явилось результатом активной инновационной деятельности, связанной с развитием и расширением использования капитала в форме фиктивного капитала, не функционирующего непосредственно в процессе производства и не являющегося ссудным капиталом. Прикладными функциями финансовых деривативов является выполнение через них арбитражных и спекулятивных сделок. Такая роль деривативов является второстепенной (дополнительной) для традиционных фондовых ценностей – ценных бумаг. В случае с производными финансовыми инструментами участник фондового рынка имеет дело не с самим фиктивным капиталом (акции, облигации), а с документом, дающим право на совершение операций по купле-продаже фиктивного капитала. Их основное предназначение — страховать держателя документа от возможных убытков в биржевой игре, а также обеспечить его защиту в условиях инфляции и экономической нестабильности.

На рынке финансовых деривативов существуют следующие основные виды производных финансовых инструментов: опционы, фьючерсы, форварды.

ПОДПИСНЫЕ ПРАВА

Подписные права - производная 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.

Характеристика подписных прав:

- Ø эмитент акции и подписных прав - одно и то же акционерное общество;
- Ø подписные права дают возможность покупать акции компании "по определенной цене в определенный период", т.е. являются производной ценной бумагой (соответствует ее определению в российском законодательстве);
- Ø это - традиционно краткосрочная ценная бумага, дающая возможность осуществить подписные права в течение 2-4 недель внутри подписного периода;
- Ø это - обращающаяся ценная бумага;

Выпуск подписных прав даёт возможность владельцам обыкновенных и, в большинстве случаев, привилегированных акций реализовывать свои преимущественные права по приобретению новых эмиссий, избежать разводнения капитала, потерь от связанного с ним понижения курса акций, а также изменения структуры контроля акционерным обществом (поэтому подписные права популярны в акционерных обществах, находящихся под контролем малых групп инвесторов). Кроме того, подписные права могут стать источником дополнительной прибыли для акционеров, т.к. обычно реализуются со скидкой против цены первичного размещения. Если же учесть, что в курсовой стоимости акций после их вывода на вторичный рынок обычно происходит курсовой скачок (если правильно установлена цена первичного размещения), то возможный выигрыш обыкновенных акционеров становится еще выше.

Правовых препятствий для выпуска обращающихся подписных прав в российской практике нет. В частности, при первичном распространении нового выпуска акций в условиях определения их цены (проспект эмиссии) могут быть оговорены специальные цены (или порядок их установления) для уже существующих акционеров. Могут быть также установлены специальные компенсации акционерам за приобретение акций по ценам публичного размещения. Преимущественные права акционеров при каждой новой подписке могут быть оговорены в уставе акционерного общества.

Схема выпуска на примере:

В обращении находятся 1 млн. акций банка, каждая акция дает ее держателю - "одно подписное право". Банк прибегает к дополнительному выпуску 100 тыс. новых акций, при этом право на покупку каждой из них дается 10 подписными правами. Следовательно, воспроизводится прежняя структура собственности на капитал и создается рынок подписных прав (например, держатели 5-7 "старых" акций банка могут перепродать свои подписные права, а держатели 15 акций докупить еще 5 подписных прав). Подписные права рассылаются обществом своим акционерам с таким расчётом, чтобы они успели распорядиться ими с момента начала открытой подписки (т.е. успели продать, прикупить недостающие права через своих брокеров, предъявить подписные права для покупки акций и т.д.). Весь цикл подготовки подписных прав - 7-8 недель, торговые сделки с ними и реализация подписных прав продолжаются 2-4 недели с момента открытия подписки, после чего этот рынок закрывается.

Цена подписного права:

В силу того, что имеется разница между рыночной и подписной ценой акций, права приобретают определённую ценность.

Рассмотрим, как определяется цена прав на 1-м этапе. В течение данного периода акции продаются вместе с правами. Если инвестор 12.06.07 приобрел 5 акций с правами по рыночной цене, заплатив за них 215 руб. (43×5), а затем реализовал имеющиеся 5 прав и купил одну акцию по подписной цене 40 руб., то общая стоимость приобретённых 6 акций составила: $215 + 40 = 255$ руб.

Средняя цена всех купленных им акций равна 42,5 руб. ($255/6$). Т. о., средняя цена покупки одной акции с использованием прав обойдётся инвестору дешевле, чем приобретение акций по рыночной цене. Теоретическая цена права в период, когда акции продаются с правами, равна разнице между рыночной ценой акций и средней ценой акций, приобретённых с использованием прав. В нашем примере цена права равна: $(43 - 42,5) = 0,5$ руб.

По приведённой формуле определяется теоретическая цена права. Реальная цена прав колеблется около этой цены и зависит от спроса и предложения, необходимости иметь наличные деньги, динамики изменения курсовой стоимости акций и других факторов.

На 2-м этапе, когда начинается учёт прав и акции продаются без передачи покупателям прав на приобретение новых акций по подписной цене, рыночная стоимость обращающихся акций снижается. Это обусловлено разводнением капитала за счёт новой эмиссии и уменьшением стоимости активов в расчёте на одну акцию. Если в рассматриваемом примере предположить, что рыночная цена акций отражает их балансовую стоимость, то общая стоимость активов до учёта прав составляла ($43 \text{ руб.} \times 1 \text{ млн. акций}$) = 43 млн. руб. После учёта прав, когда будут реализованы дополнительные 200 000 акций по подписной цене 40 руб., компания привлечёт дополнительные финансовые ресурсы на сумму ($40 \times 0,2 \text{ млн. акций}$) = 8 млн. руб. Т. о., общая стоимость активов составит $(43 + 8) = 51$ млн. руб., а число размещённых акций — $(1 + 0,2) = 1,2$ млн. шт. Балансовая стоимость одной акции будет равна $(51 \text{ млн. руб.} / 1,2 \text{ млн. акций}) = 42,5$ руб. Как правило, цена акций после учёта прав снижается на цену одного права.

В течение периода с 01.07.07 по 04.07.07 происходит улаживание расчётов по оплате дополнительных акций по подписной цене. В данный отрезок времени акции продаются без прав, но в определенных случаях права можно приобрести отдельно. В связи с тем, что акции продаются без прав, их цена учитывает разводнение капитала и снижается по сравнению с днём, когда акции продавались с правами.

Если в рассматриваемом примере рыночная цена акций без прав снизилась до 42,5 руб., то цена права остается без изменения и составит 0,5 руб. Однако рынок по-разному реагирует на продажу акций без прав. Рыночная цена может совпасть с теоретической ценой акций без прав (в нашем примере — 42,5 руб.), а может быть выше или ниже ее, в зависимости от

рыночной конъюнктуры. Если в нашем примере рыночная цена акций без прав составит 42,7 руб., то цена права будет равна $(42,7 - 40)/5 = 0,54$ руб.

ВАРРАНТЫ

Варрант — производная ценная бумага, дающая её владельцу право приобрести в течение установленного периода времени определенное число обыкновенных акций по заранее фиксированной цене.

Характеристика варрантов:

- ∅ эмитент акции и варранта на нее - одна и та же компания;
- ∅ варранты являются обращающимися ценными бумагами, котируются на фондовых биржах, предлагаются публично;
- ∅ обычный срок варрантов - от 5 до 20 лет, хотя иногда варранты не ограничиваются определенным сроком действия;

По механизму действия и экономическому содержанию варранты весьма близки к правам. Отличие варранта от права заключается в периоде действия.

Как правило, варранты выпускаются вместе с акциями с тем, чтобы сделать ценные бумаги более привлекательными для инвесторов. Варрант выпускается как самостоятельная ценная бумага и может продаваться и покупаться отдельно от акции, к которой он прилагается.

Обычно варрант дает право на приобретение дополнительных акций. Однако в ряде случаев варрант позволяет получить другие ценности: облигации по льготной цене, золото и др.

Эмитент стремится к выпуску варрантов для того, чтобы сделать свои акции более привлекательными в глазах инвесторов. Часто варранты выпускаются как часть платы андеррайтеру за обслуживание первичного размещения ценных бумаг, услуг по реорганизациям и приобретениям.

Правовых препятствий для выпуска варрантов в российских условиях нет.

Операции с варрантами совершаются с целью:

- ∅ извлечения высокого дохода за счет эффекта рычага;
- ∅ создания условий для приобретения в будущем акций по фиксированной цене;
- ∅ снижения риска при формировании контрольного пакета акций;
- ∅ получения дополнительного дохода за счет разницы в ценах акции и варранта и использования этих средств на финансовом рынке до момента приобретения дополнительных акций.

Цена варранта:

Вследствие того, что варрант даёт возможность приобрести акции по стоимости ниже рыночной, он имеет свою цену. Цена варранта состоит из двух компонентов: скрытой и временной цены.

Скрытая цена — это разность между рыночной ценой обычных акций и исполнительской ценой, по которой эти акции можно приобрести на основании варранта.

Например, один варрант даёт право приобрести одну обыкновенную акцию. Рыночная цена акции равна 25 руб. Исполнительная цена варранта равна 20 руб. Следовательно, скрытая цена варранта составляет $25 - 20 = 5$ руб. Варрант не имеет скрытой цены, если его исполнительная цена выше рыночной цены стоящих за ним обыкновенных акций.

Временная цена — это разница между будущей рыночной ценой акции, которая может возрасти вследствие успешного развития данной компании, и ее существующей рыночной ценой. Если предположить, что в будущем цена акции возрастет до 35 руб., то временная цена варранта составляет: $35 - 25 = 10$ руб.

В нашем примере цена варранта составит: $5 + 10 = 15$ руб. Если инвестор приобретает варрант за 15 руб., а впоследствии купит акцию по исполнительской цене в размере 20 руб., то общие затраты на покупку акции составят: $15 + 20 = 35$ руб., т. е. столько, сколько стоит эта акция на рынке. Фактическая цена варранта колеблется около его теоретической цены в зависимости от спроса и предложения, а также от других факторов.

Следует отметить, что варрант может не иметь скрытой цены, когда исполнительная цена выше рыночной цены акции. Однако он будет иметь временную цену вследствие того, что у рыночной цены акций есть тенденция к росту. Временная цена варранта снижается по мере приближения конца срока его действия, так как уменьшаются спекулятивные ожидания роста курсовой стоимости акций. По истечении срока действия варрант теряет всякую ценность.

Варрант по сравнению с акцией обладает большим спекулятивным потенциалом, что привлекает к нему внимание участников фондового рынка. Как мы выяснили ранее, цена варранта меняется одновременно с изменением цены акций. При этом величина прироста цены варранта обычно равна сумме изменения цены акций. Вследствие этого доходность операций с варрантами значительно выше, чем по акциям.

Эффект рычага при изменении цены варранта

Пример. Варрант на акции компании можно купить за 7,00 долларов, а текущая цена на обыкновенные акции равна 28,00 долларам. Предположим, что акции поднялись до 30,00 долларов. Рост цены составляет $(30 - 28)/28 \times 100 = 7,14\%$. Повышение цены лежащих в основе акций влечет за собой увеличение цены варранта до 9,00 долларов. Рост цены при этом составит уже $(9 - 7)/7 \times 100 = 28,57\%$. Т. о., рост цены акций на 7,14% повлек за собой рост цены варранта на 28,57%. Эффект рычага проявился в том, что повышение цены акций вызвало в четыре раза больший рост цены варранта.

Операции с варрантами являются высокодоходными, но одновременно и рискованными. При обратной ситуации, когда происходит падение курсовой стоимости акций, цена варранта соответственно снижается. При одинаковом абсолютном снижении цен процентный убыток по варранту будет значительно больше, чем по акциям. Если в рассмотренном выше примере инвестор приобрел варрант за 5 руб. при рыночной цене акций 25 руб. и исполнительской цене, равной 20 руб., а через год цена акций упала до уровня исполнительской цены и в дальнейшем не ожидается роста курсовой стоимости акций, то цена варранта будет равна 0. В данной ситуации потери инвестора составили 5 руб. Если он покупал акцию за 25 руб., а затем продаст ее за 20 руб., то он потеряет 20% своего капитала. Владелец же варранта потеряет весь свой капитал.

Высокая доходность (значительная убыточность) операций с варрантами — это главное свойство варранта, которое получило название «эффект рычага».

Эмитенты в некоторых быстро растущих секторах бизнеса далеко не всегда могут продемонстрировать историю выпуска долговых обязательств, и вследствие этого им для

привлечения инвесторов приходится предлагать «подсластитель» в виде warrants. Использование warrants при условии роста акций организации приводит к увеличению акционерного капитала эмитента облигаций.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Начало формированию рынка финансовых производных инструментов было положено в середине 1970-х гг. Главным фактором успешного развития этих инструментов в тот период была нестабильность мировых финансовых рынков. Современное экономическое положение (низкие процентные ставки, длительное падение курса доллара, рост цен на энергосырье) схоже с ситуацией, сложившейся почти тридцать лет назад, и поэтому спрос на финансовые деривативы вновь начал активно расти.

Развитие рынка производных финансовых инструментов в России задерживается проблемами, наиболее серьезными из которых являются следующие:

- Отсутствие у большинства хозяйствующих субъектов практического интереса к совершению сделок с производными финансовыми инструментами. Отметим, что заинтересованность в подобных сделках будет постепенно возрастать по мере укрепления стабильности политических и экономических процессов в стране.
- Недостатки законодательного регулирования срочного рынка, включая отсутствие четких и непротиворечивых определений, судебной защиты в отношении расчетных производных финансовых инструментов, единых стандартов профессиональной деятельности, эффективной системы обеспечения исполнения обязательств на внебиржевом срочном рынке, определенности в отношении компетенции органов регулирования.
- Незрелость рынков базисных активов, вызванная практическим отсутствием организованных и ликвидных биржевых товарных рынков энергоносителей, сельхозпродукции и металлов. Сегодня на российском фондовом рынке преобладают производные финансовые инструменты с фондовыми и валютными базисными активами, а не процентные финансовые деривативы, свойственные зарубежным рынкам.
- Преобладание на срочном рынке спекулянтов, так как практика хеджирования рисков с использованием финансовых деривативов, пока не свойственна большинству участников российского срочного рынка.