

---

## **О РОЛИ ФИНАНСОВЫХ ИННОВАЦИЙ В ЭКОНОМИКЕ**

---

**Иванова Ольга Владимировна,**

кандидат экономических наук, преподаватель кафедры финансов и кредита Воронежского государственного университета; tramp-77@yandex.ru

Финансовые инновации в последнее время стали отождествлять с причиной кризисных явлений в экономике, акцентируя внимание лишь на доминировании спекулятивной функции ряда новых финансовых инструментов. Так ли это на самом деле, и каково место финансовых инноваций в факторах финансовой нестабильности – вопрос дискуссионный. Автор рассматривает различные сферы применения финансовых инноваций сквозь призму функций последних, определяя тем самым роль финансовых инноваций в экономике.

**Ключевые слова:** финансовые инновации, финансовый рынок, секьюритизация, финансовый инструмент.

Начиная со второй половины XX столетия в мировой экономике происходят процессы интеграции и глобализации, что проявляется в размывании границ национальных рынков, унификации стандартов их функционирования. Несомненно, происходят процессы выравнивания и в степени развития финансовых рынков разных стран. Речь идет о разных темпах роста развитых и развивающихся рынков. Безусловно, абсолютные показатели, например объемы торгов на фондовых рынках как сегментах финансового рынка, сильно дифференцированы по странам, вместе с этим развивающиеся страны демонстрируют более активные темпы роста. Так, за десять лет XXI столетия максимальные темпы роста фондового рынка наблюдались у Индии (23% в среднем за год), Китая (20,8%), что можно противопоставить среднегодовому приросту фондового рынка США в 5,2% и Японии – 2,4%. Банковские секторы развивающихся стран также росли быстрее развитых [8].

Финансовый сектор более динамичен, нежели остальные. В некотором смысле он имеет гипертрофированные размеры относительно реального производства. Такой рост и размеры подтверждают и укрепляют расширение рынка производных финансовых инструментов. По данным Банка международных расчетов, в настоящее время стоимость обращающихся на мировом финансовом рынке деривативов оценивается в 633 трлн. долларов, что превышает объем мирового ВВП более чем в десять раз [9]. Всё это подтверждает доминирующую роль финансового сектора относительно

но иных структурных составляющих мировой экономики. Это обусловлено рядом взаимосвязанных и взаимообусловленных причин. Новые сегменты финансового рынка появляются по причине новых финансовых операций, в частности – хеджированных. Это отчасти продиктовано большим объемом спекулятивных операций. С другой стороны, разрастается класс финансовых посредников, усиливается роль транснациональных финансовых корпораций. Появляются новые потребности страхования рисков, роста капитала, что приводит к расширению используемых инструментов, в первую очередь синтетических и деривативов. Всё это приводит к развитию финансовых инноваций, совершенствованию инструментов финансового инжиниринга.

При трактовке инновации в широком смысле неоспоримым является факт наличия их в любой из отраслей и сфер деятельности. В общей массе инноваций можно выделить финансовые. Финансовые инструменты и технологии выступают в качестве самостоятельных товаров, ассортимент которых растет в соответствии с потребностями экономических субъектов и внешними условиями. Вместе с тем финансовые инновации одновременно выступают в качестве потребительских инструментов и инструментов ведения бизнеса.

Инновация имеет цену, формирующуюся на основе спроса и предложения (следствием которых может быть в равной степени), она должна быть реализована, более того, с эффектом (экономическим ли, социальным и т.д.), следовательно, можно предположить наличие рынка инноваций. Рынок инноваций охватывает различные сферы деятельности по той причине, что сами инновации могут возникнуть в любой области деловой активности. Частным случаем рынка является финансовый рынок.

Финансовый рынок – это рынок купли-продажи финансовых инструментов, совокупность экономических отношений, складывающихся между его участниками по поводу купли-продажи денежных средств и их эквивалентов и проявляющихся в проведении операций с данными активами. Промежуточное положение занимает рынок ценных бумаг, на котором в контексте инноваций следует акцентировать внимание на рынке деривативов.

По нашему мнению, финансовая инновация – это реализованный на финансовом рынке в форме нового финансового продукта (услуги, операции, технологии) результат инновационной деятельности в финансовой сфере, обеспечивающий более эффективное перераспределение рисков, доходности, ликвидности и информации с целью извлечения дополнительной прибыли [1].

Дж. Финнерти по операционно-продуктовому принципу выделил следующие группы финансовых инноваций: финансовые инструменты, включающие потребительские финансовые продукты и ценные бумаги, финансовые процессы, финансовые стратегии и решения [5]. Так финансовые инструменты наиболее легко тиражируемы ввиду стандартизации правил торговли и юридической стороны вопроса при заключении сделок. Высокая обращаемость также делает эту группу инноваций наиболее распространенной. Фи-

нансовые процессы относятся к разряду более сложных по своей структуре инновационных продуктов. Финансовые стратегии и решения в свою очередь еще более индивидуальны.

Всё многообразие финансовых инноваций представлено в различных секторах финансового пространства: инвестирование (инвестиционные структурированные продукты, конструирование ставки дисконтирования), хеджирование (портфельное инвестирование, биржевые спекуляции, деривативы), управления долгом (секьюритизация и её продукты, синтетические продукты), корпоративные финансы (новые классы акций, гибридные ценные бумаги, инструменты предотвращения недружественного поглощения) [4]. Перечень не ограничивается, и подобное деление не означает, что инструменты не могут принадлежать к двум и более сферам (например, кредитные дефолтные свопы относятся к хеджированию и управлению долгом).

Поскольку мы предполагаем наличие финансовых инноваций в разных формах (инструменты (т.е. продукты), процессы и решения), считаем возможным их наличие в каждой из четырех сфер (инвестирование, хеджирование, управление долгом и корпоративные финансы).

Финансовый рынок меняет не только свои размеры, но и выполняет новые функции. Поскольку процессы глобализации в финансовом секторе охватывают различные национальные финансовые рынки, то появляется необходимость в рамках глобального финансового сектора регулировать происходящие на нем процессы, минимизировать асимметрию информации. Ряд исследователей говорят не о глобализации, а о «финансиализации», подразумевая под этим термином сдвиг в сторону доминирующего финансового рынка, опосредующего процессы реального производства. В какой мере это укладывается в рамки нормы, не существует ли отрыва финансовой системы от реальной экономики – вопрос спорный. Вместе с этим существует прямая зависимость между степенью развития экономики и насыщенностью её финансовыми инструментами. Финансы выступают кровеносной системой развивающихся экономик, поэтому и рост развивающихся финансовых рынков превышает темпы развитых стран. Поскольку деньги опосредуют все процессы реального производства, постольку и развитие товарного производства, реализации научно-технического потенциала синхронно опосредовано финансовыми инновациями. Инвестиции связаны с инновациями напрямую, поскольку инвестиционные риски, с одной стороны, растут с ростом степени инновационности объекта инвестирования, а с другой – должны быть нивелированы новыми финансовыми инструментами. Таким образом, финансовые инновации позволяют оттянуть на себя большинство рисков, связанных с новыми вариантами как реального, так и портфельного инвестирования. Риски реального инновационного производства, риски материальной сферы перекладываются через инновационные финансовые инструменты в сферу финансовых рынков. Отсюда торговля рисками реального производства происходит через торговлю новыми финансовыми инструментами.

Хайман Мински еще в середине XX века исследовал вопросы финансовых инноваций в контексте экономической стабильности [3]. На фоне глобального и локальных финансово-экономических кризисов, длительного ремиссионного периода, высокой неопределенности в еврозоне и продолжающихся процессов глобализации немаловажным становится аспект финансовых инноваций, который можно рассматривать как фактор кризисных макроэкономических явлений. С одной стороны, финансовые инновации служат инструментом оптимизации финансовых потоков для отдельного хозяйствующего субъекта, а с другой стороны, финансовые инновации могут ставить под сомнение финансовую устойчивость и вызывать кризисные явления макроэкономики.

Учитывая такой дуализм мнений, финансовые инновации подверглись пристальному вниманию с 2007 г., что продиктовано началом глобального финансово-экономического кризиса. Существуют мнения, что любые новые финансовые инструменты, носящие явно спекулятивный характер обращения, оказывают негативное влияние как на решения и доходы инвесторов, так и на рыночную стабильность. Некоторые связывают финансовые кризисы именно с финансовыми инновациями. Однако аргументом является наличие экономических кризисов и без финансовых инноваций. При этом не следует исключать, что финансовые инновации вносят свой вклад и могут усугублять ситуацию.

Существуют и обратные точки зрения, которые говорят об исключительной пользе финансовых инноваций. В частности, инновации в форме раннего прямого инвестирования в венчурную сферу привели к росту капитализации ряда компаний, например: Apple, Google, Cisco systems, Microsoft, Sun Microsystems. В сфере, далеко выходящей за рамки финансового мира и материального производства, как то защита окружающей среды и борьба с опасными заболеваниями (туберкулез, малярия и пр.), финансовые инновации позволили профинансировать многие проекты [10].

Причинами появления финансовых инноваций традиционно считается рыночное несовершенство и асимметрия информации. Они помогают распределять риски, решать агентские конфликты, согласовывать интересы, снижать налоговую нагрузку, получать большую доходность. О степени «полезности» финансовых инноваций для экономики можно говорить в контексте этих функций.

Вместе с этим, как уже отмечалось ранее, финансовые инновации часто называют причиной финансовых кризисов, обманутых ожиданий по выполнению этими продуктами вышеназванных функций и так далее. Согласно подобным точкам зрения финансовые инновации приносят дополнительные сложности, не всегда отвечают требованиям роста доходности, устранению рыночных несовершенств, улучшению распределению рисков, сглаживания агентских конфликтов и налоговой оптимизации. Так, в США ряд структурированных продуктов, привязанных к акциям крупных компаний, имеющих

листинг, приносили доходность ниже безрисковых ставок, не имели хеджирующих свойств, высокой ликвидности, не предоставляли налоговых выгод. Их короткий срок погашения (около года) и наличие моратория на досрочное предъявление к погашению (только после 6 месяцев) наряду с положительной корреляцией с основными фондовыми индексами не позволяли выполнить функцию хеджирования. Их ликвидность также была недостаточной, налоговых льгот они не несли. Помимо этого распространены случаи, когда структурированные продукты размещаются по завышенным ценам, что приводит к отрицательной динамике её доходности при погашении.

В результате проведения многочисленных спекулятивных операций с производными финансовыми инструментами не создается реального прибавочного продукта, в то время как образуются финансовые пузыри, назревают кризисные явления, что приводит к деформации не только самого мирового финансового рынка, но и замедлению темпов развития глобальной экономики в целом. Развитие финансовых инноваций, стремление участников рынка к получению максимальной прибыли, быстрое развитие инфраструктурных элементов рынка приводят к постоянному появлению все более новых, сложно структурированных финансовых инструментов.

Относительно связи финансовых инноваций с кризисными явлениями можно привести следующие опровержения. В основе многих кризисов находится динамика цен на недвижимость. При анализе этих цен исследователями выявлено, что в разных странах набор влияющих факторов разный [10]. В частности, причины азиатских кризисов не включают финансовые инновации в качестве определяющего фактора, в то время как в странах с относительно устойчивой национальной экономикой и распространением инновационных финансовых инструментов фондового рынка связь с финансовыми инновациями также незначительна (например, Япония).

Общим для всех кризисов является существенная кредитная экспансия и финансовая либерализация. Быстрое развитие новых, сложно структурированных финансовых инструментов опережает разрабатываемые правила и нормы, закрепляющие допустимые границы их использования. Последние быстро устаревают. В периоды кризисов происходит ужесточение надзорных и контрольных мер со стороны государства и финансовых регуляторов, а в период роста деловой активности и экономического подъема эти меры естественным образом ослабляются. Именно либерализация в регулировании финансовых рынков и тем более новых финансовых инструментов и схем представляется причиной кризисных явлений.

Процесс секьюритизации, появившийся в 60-х гг. XX века, порождает большое количество новых ценных бумаг. Эти финансовые инновации, сам процесс секьюритизации и его продукт в виде ипотечных ценных бумаг (структурированных продуктов, синтетических, декомпозированных и пр.) обвиняют в финансово-экономических кризисах. Вместе с этим на пике 2000-х секьюритизация составляла лишь 40% от ВВП США, менее 1/2 от

всех инновационных продуктов. До 2004 г. секьюритизированные ипотеки subprime составляли менее 10%. Важным является тот факт, что во Франции и Швеции секьюритизация практически не использовалась (в отличие от Ирландии, США, Испании), при этом кризис не миновал и эти страны [10].

Таким образом, финансовые инновации не являются причиной кризисов. Их неправильное и гипертрофированное применение могут усугубить ситуацию, но не инспирировать её в глобальных масштабах.

До этого момента мы опровергали мнение об однозначном вреде финансовых инноваций. Теперь приведем доводы в пользу последних. Одна из форм корпоративной реструктуризации, поглощение путем обратного выкупа с использованием заемных средств, на определенном этапе представлялась финансовой инновацией (leveraged buy-out – LBO) и стала важным и эффективным направлением, способствовавшим трансформации финансового ландшафта, чего не было до появления этой инновационной формы финансирования. Такие сделки обеспечивали рост операционной и экономической эффективности.

Помимо функций оптимизации параметров доходности, ликвидности и риска, которую призваны выполнять финансовые инновации, в системе корпоративного управления они имеют дополнительные функции урегулирования конфликтов интересов как в операционной деятельности компании, так и в процессе корпоративной реструктуризации (например, противодействие недружественным поглощениям). В системе корпоративного управления выделяют инновации в операционной деятельности, такие как программы мотивации сотрудников с привязкой к стоимости акций (за исключением чистых бонусов акциями), гибридные ценные бумаги, подразумевающие рост стоимости акций с использованием механизмов конверсии; дополнительные классы акций, привязанные к дивидендной доходности; сочетание обыкновенных акции с опционом-put (срочные соглашения о приросте стоимости акций, не имеющих рыночных котировок, инвестор покупает право продать акции по определенной цене в будущем); права акционеров при эмиссии с целью сохранения структуры акционерного капитала, и многие другие виды [4]. В сфере корпоративной реструктуризации имеются инструменты предотвращения недружественного поглощения. Таким образом, финансовые инновации в системе корпоративного управления представляют собой срочные контракты, с одной стороны, направленные на решение конкретных управленческих задач, а с другой – на максимизацию потоков для их владельцев.

Еще одно, нетрадиционное на первый взгляд, направление применения финансовых инноваций – это защита окружающей среды и борьба с опасными заболеваниями. Происходить это может следующим образом: часть внешнего долга какой-либо страны реструктурируется путем направления этой суммы строго на цели защиты окружающей среды (например, так происходит в Чили, Бангладеш, Коста-Рике, Филиппинах, где подобным об-

разом защищаются тропические леса). В области глобального здравоохранения по статистике только 10% от всего объема прямых инвестиций направляется в фармакологическую и медицинскую сферу в части борьбы с распространенными опасными заболеваниями человека (например, СПИД, малярия, туберкулез и пр.). Однако исследования необходимо проводить, а значит, и финансировать сейчас. В целях стимулирования и финансирования исследований в этой области заключаются договоры купли-продажи будущих вакцин и препаратов. Средства от реализации этих обязательств направляются на исследования сейчас, таким образом отложенное потребление заменяется на текущее, которое носит строго целевой и социально значимый в масштабах всего мира характер. Компании-участницы исследований, принявшие на себя обязательства, гарантируют поставку определенного количества вакцины по нижнему ценовому порогу. Подобные действия уменьшают будущую неопределенность для фармакологических компаний и исследовательских центров относительно будущей доходности, так как подобные заболевания чаще распространяются в развивающихся странах с невысокой инвестиционной активностью и привлекательностью. Фармацевтический рынок ориентирован в них на производство и реализацию уже существующих препаратов, то есть производство налажено под имеющийся рынок сбыта.

Таким образом, налицо неоднозначное мнение относительно роли финансовых инноваций в экономике, что отчасти продиктовано отсутствием единого понятийного аппарата относительно финансовых инноваций, а также статистики последних. Помимо фрагментарных сведений об инновациях вообще, предлагаемых государственными органами статистики, Высшей школой экономики предложены индикаторы инновационной активности в производстве и сфере услуг. В документе содержится статистическая информация о технологических, маркетинговых и организационных инновациях [2]. Не говоря о том, что подобной статистики по финансовому сектору не существует, финансовые инновации как класс отсутствуют и в аналогичных исследованиях, хотя причастны к сфере реального производства как минимум через финансирование и корпоративное управление. Более того, в компаниях, занимающихся исследовательской и внедренческой деятельностью, чаще требуются новые формы финансирования, хеджирования рисков, управления долгом и пр. Банк России в своих ежегодных обзорах финансового рынка дает список новых срочных контрактов, введенных в обращение на Московской бирже. Так, в 2012 г. новыми инструментами рынка деривативов стали изменения в базисном активе, а именно: появились фьючерсы на российские депозитарные расписки на акции United Company RUSAL Plc, ряд фьючерсов на индексы бирж растущих рынков (Бразилии, Гонконга, Бомбея) и фьючерсы на корзину «десятилетних» облигаций федерального займа [6]. Безусловно, такие сведения не могут претендовать на полноту информации по финансовым инновациям.

Подводя итог, необходимо отметить, что у финансовых инноваций, безусловно, имеется негативная сторона, они могут носить пагубные последствия, создавать дополнительные сложности. Однако следует понимать, что причины кризисных явлений в экономике много шире и многообразнее, чем только лишь новые финансовые инструменты. В долгосрочной же перспективе более опасна финансовая либерализация, нежели финансовые инновации сами по себе. Более того, существует большое количество финансовых инноваций, носящих явно положительные эффекты. Например, венчурное инвестирование посредством сделок с обратным выкупом, инструменты сглаживания агентских конфликтов, меры противодействия недружественным поглощениям, а также финансовые инновации социальной направленности. Всё это говорит скорее о пользе, нежели о вреде финансовых инноваций в экономике.

### **Список источников**

1. Иванова, О.В. Банковские инновации и направления их развития в РФ : автореф. дис. канд. экон. наук [текст] / О.В. Иванова. – Краснодар, 2011. – 23 с.
2. Индикаторы инновационной деятельности: 2012 : стат. сб. [текст]. – М.: Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2012. – 472 с.
3. Лебедев, А.В. Финансовые инновации как фактор возможной дестабилизации экономики: теория Х. Мински [электронный ресурс] / А.В. Лебедев // Библиотека менеджмента. – URL: <http://www.managment.aanet.ru/economics/innovacii>.
4. Логинов, А.А. Финансовые инновации в системе корпоративного управления : дис. канд. экон. наук [электронный ресурс] / А.А. Логинов. – Москва, 2008. – URL: [http://www.mirkin.ru/\\_docs/dissert071](http://www.mirkin.ru/_docs/dissert071).
5. Маршалл, Дж.Ф. Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям [текст] / Дж.Ф. Маршалл, В.К. Бансал / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – С. 33.
6. Обзор финансового рынка : годовой обзор за 2012 г. [электронный ресурс] / Департамент исследований и информации Банка России. – URL: [http://www.cbr.ru/analytics/fin\\_r/fin\\_mark\\_2012.pdf?pid=finmarket&sid=ITM\\_49584](http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_2012.pdf?pid=finmarket&sid=ITM_49584).
7. Трушин, А. Эквивалент власти (интервью с Я. Миркиным) [текст] / А. Трушин // Прямые инвестиции. – 2012. – № 1 (117). – С. 16 – 20.
8. Щепочкина, Н.А. Мировой финансовый рынок: возможности и пределы регулирования : автореф. дис. канд. экон. наук [текст] / Н.А. Щепочкина. – Москва, 2012. – 24 с.
9. Bank for international settlements. Semiannual OTC derivatives statistics at end-December 2012 [электронный ресурс]. – URL: <http://www.bis.org/statistics/dt1920a>.
10. Franklin Allen. Trends in Financial Innovation and Their Welfare Impact: An Overview [текст] / A. Franklin // DNB Working Paper. – 2012. – № 355 (October). – 43 p.



---

## **ON THE ROLE OF FINANCIAL INNOVATIONS IN ECONOMY**

---

**Ivanova Olga Vladimirovna,**

Ph. D. of Economy, Lecturer of the Chair of Finances and Credit of Voronezh State University; tramp-77@yandex.ru

Financial innovation recently became identified with the cause of the crisis in the economy, focusing only on the dominance of speculative functions of a number of new financial instruments. Is it really is, and what is the place of financial innovation in the factors of financial instability – is debatable. The author examines various applications of financial innovation in the light of the latest features, defining thus the role of financial innovation in the economy.

**Keywords:** financial innovation, financial markets, securitization, financial instrument.