

Создание рынков как конструирование ниши: пример рынка CDS

Павел Олегович Лукша
pavel.luksha@gmail.com

Концепции рынка

Концепция природы рынка	Рынок как «изначальная» экономическая реальность	Рынок как эволюционирующий социально-экономический институт
Основные школы и представители	Неоклассическая экономика (Вальрас, Самуэльсон, ...) Новый экономический институционализм (Уильямсон, Чунг, Клейн, ...)	«Старые институционалисты» и марксисты Социология рынков Организационная теория и стратегический менеджмент Эволюционная экономика
Характерная цитата	‘В начале были рынки’ (Williamson, 1975: 20)	“Новые институты возникают, когда организованные акторы с достаточными ресурсами видят в них возможность реализовать свои важные интересы” (DiMaggio, 1988:14)

Создание рынка

Взгляд на процесс	Создание рынка как процесс самоорганизации	Создание рынка направляется или ведется ключевыми игроками
Роль агентов	Участвуют, но не формируют; ‘распределенная деятельность’	‘Институциональные предприниматели’ которые ‘заявляют свое право’ на рынок и формируют его
Характерные публикации	Witt, 1999; Saraswathy, Dew, 2005; Garud, Karnoe, 2005	Eisenhardt, Santos, 2006, 2009; Aldrich, Fiol, 1994; Engels, 2001; Greenwood, Suddaby, 2005; Mollering, 2006

Активная роль фирм в формировании рынков

- Институциональные предприниматели - это “акторы, которые имеют заинтересованность в определенной институциональной структуре, и которые могут направить ресурсы на создание новых институтов” (McGuire et al., 2004: 657)
- Создание рынков – это коллективный процесс институционального предпринимательства (Mollering, 2006)
- Организации играют ключевую роль в формировании ‘отраслевых интерфейсов’ (стандартов и протоколов заключения сделок) (Jacobides et al., 2005; Garud et al., 2002)

Цели и задачи исследования

- Эволюционная экономика признает существование динамически развивающихся, возникающих и исчезающих рынков (Malerba, 2006; Saviotti, Pyka, 2003; Winter, Jacobides, 2005).
- Однако относительно процесса возникновения рынков предполагается, что они возникают через самоорганизацию; активная роль (индивидуальных и коллективных) агентов в создании рынков игнорируется.
- Концепция конструирования ниши (Luksha, 2008) предполагает, что фирмы являются активными игроками, а не пассивными субъектами отраслевой эволюции
- **Цель исследования – понять, как организации по отдельности и коллективно формируют рынки, на примере рынка важных финансовых деривативов (своп кредитного дефолта, credit default swap)**

CDS: что это и почему это важно?

- Свопы кредитного дефолта (Corporate Default Swaps, CDS): деривативы, торгующиеся вне биржи, предназначенные для «свопа» потока платежей в обмен на разовый платеж в случае дефолта
- Похожи на страховку (изначально – для защиты от «кредитного риска»), но имеют существенные юридические отличия; что существенно, рынок CDS (в отличие от рынка страхования) не регулировался
- Сравнительно новый рынок (с середины 1990 г.), хорошо задокументированный
- Большой и имеющий важное значение: номинальный размер 62 триллиона долларов в 2008 г.; назывался в числе основных причин недавнего финансового кризиса

What is a Credit Default Swap?

A credit default swap is an agreement between two parties that works like a side bet on a football game. Swap sellers promise swap buyers a big payment if a company's bonds or loans default. In return for the promise they get quarterly payments. Neither needs to hold the underlying debt when entering into a swap.



Credit Default Swap Seller

Promises to pay swap buyer a set amount if Widgets "R" Us defaults, often \$10 million

- Receives annual payments from swap buyer in return for "insurance"
- Can include banks, insurance companies, hedge funds or others



Widgets "R" Us Corp.

Borrows money from banks or issues bonds to finance operations.



Credit Default Swap Buyer

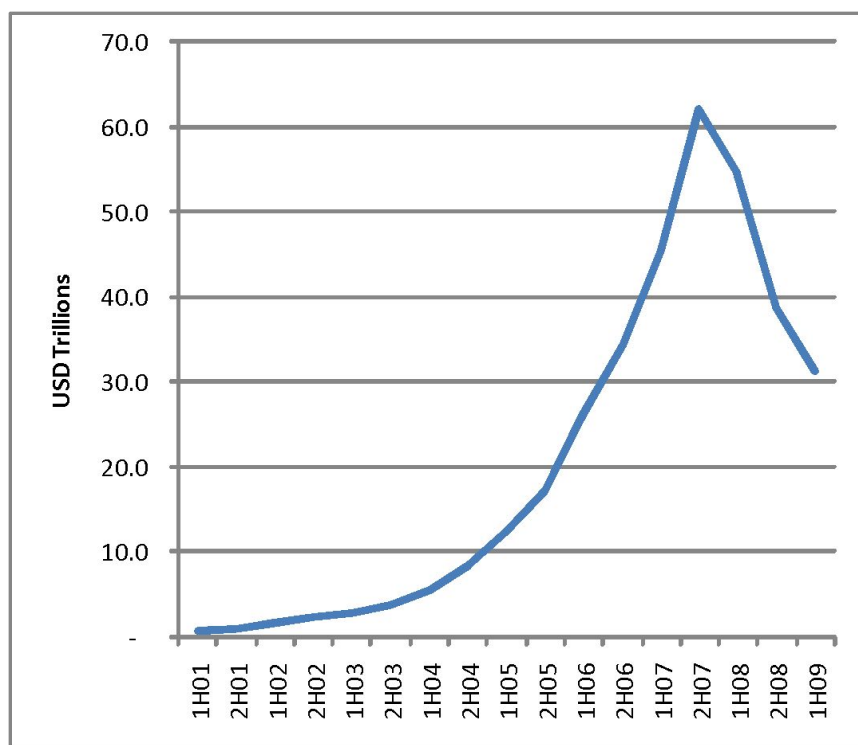
Promises quarterly payments to swap seller

- Receives promise of large payout if bond defaults
- Can include banks, insurance companies, hedge funds or others
- If Widget's financial fortunes turn sour, the swap becomes more valuable. A swap holder can resell it and get high payments in return

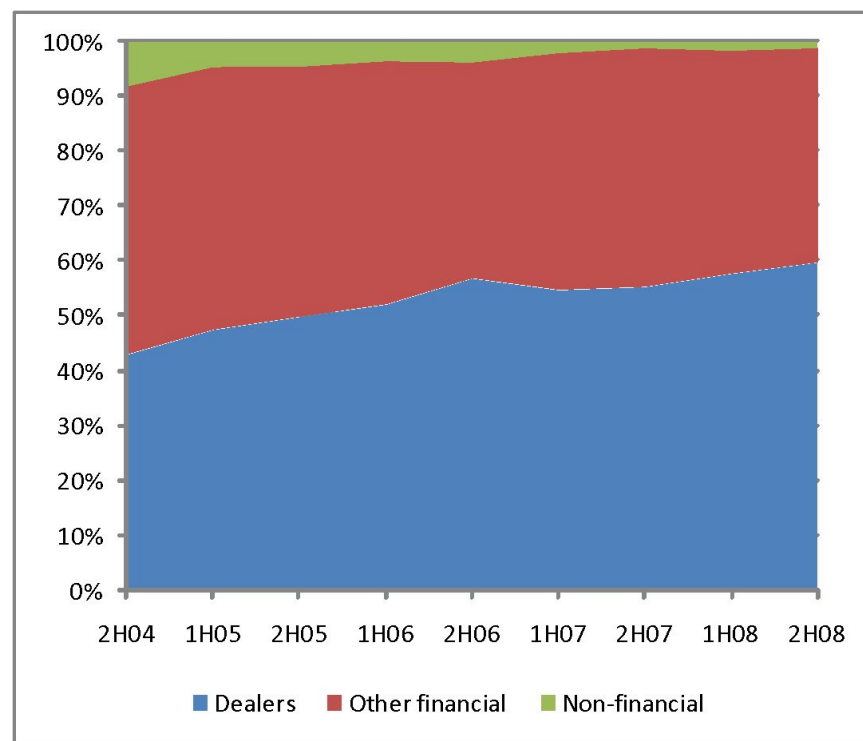
Scott Pollack

CDS: историческая динамика

**Объем текущих контрактов CDS, 2001-2009
номинальная стоимость (трлн.долл.)**



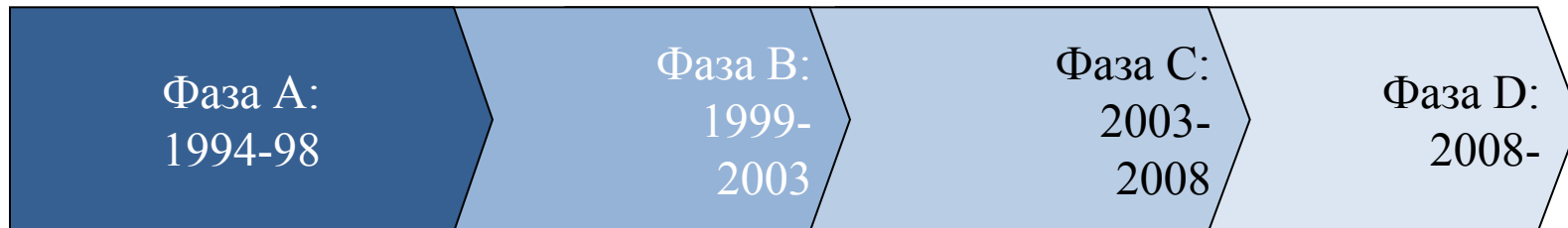
**Структура рынка по типам агентов,
2004-2008**



Источник: International Swaps & Derivatives Association

Источник: Bank for International Settlements

Создание и эволюция рынка CDS



Создание инновации: JP Morgan (встреча в Бока; первая транзакция для Exxon и EBRD; BISTRO)
Имитация другими банками Wall Street (напр. Morgan Stanley) и связанными с ними компаниями (напр. Enron)

Стандартизация протоколов сделки и механизмов ценообразования через ISDA (кооптированной JP Morgan и другими крупными игроками), последующий рост рынка

Расширение рынка и возникновение экстерналий (спекулятивный трейдинг; «моральная угроза») Доля 8 крупнейших дилеров более 50% и продолжает расти. Конец фазы – коллапс рынка (Bear Sterns, Lehman)

Повторная заявка на рынок через CDS ClearingCorp в США (в собственности 8 крупнейших дилеров: JP Morgan, Goldman Sachs, UBS etc.) и Европейский клиринговый центр (под руководством BIS);
Продолжение стандартизации: модель JP Morgan как стандарт ценообразования CDS

Роль крупных игроков в создании и формировании рынков

- Рождающийся рынок: инновация ведущего финансового института (JP Morgan) и быстрое распространение среди конкурентов (Morgan Stanley, Goldman Sachs, UBS ...)
- Стандарты продвигаются через крупнейшую ассоциацию отрасли (ISDA), кооптированную ведущими финансовыми игроками (JP Morgan, Morgan Stanley, Goldman Sachs, UBS, Deutsche Bank ...)
- Несмотря на низкий барьер входа, ведущие игроки поддерживают и увеличивают свою долю рынка
- После значительного «провала рынка» (в связи с экстернальным эффектом), ведущие игроки повторно заявляют права на «свой» рынок и создают его новую форму через учреждение централизованного института клиринга (ClearingCorp)

Конструирование ниши

- Конструирование ниши – это “устойчивое изменение ресурсов и отношений в организационной среде, имеющее долгосрочное влияние на стратегию самой организации и ее партнеров” (Luksha, 2008). Это третий тип эволюционных процессов, в дополнение к адаптации и отбору.
- Устойчивое изменение как целенаправленное действие: роль ключевых игроков в создании отраслевой архитектуры (напр. инструментов и правил ценообразования, стандартных контрактов и институциональных структур).
- Устойчивое изменение эволюционной природы: непредсказуемые последствия продуманных действий (напр. спекулятивный трейдинг, приведший к банкротству Bear Sterns и Lehman Brothers)

Основные выводы

- Рынок как развертывающийся эволюционный процесс
- Рынок как создаваемый, а не (только) самоорганизуемый феномен
- Конструирование ниши как процесс формирования и реформирования рынков