

# Создание рынков как конструирование ниши: пример рынка CDS

Павел Олегович Лукша  
[pavel.luksha@gmail.com](mailto:pavel.luksha@gmail.com)

# Концепции рынка

<b>Концепция природы рынка</b>	<b>Рынок как «изначальная» экономическая реальность</b>	<b>Рынок как эволюционирующий социально-экономический институт</b>
<b>Основные школы и представители</b>	Неоклассическая экономика (Вальрас, Самуэльсон, ...) Новый экономический институционализм (Уильямсон, Чунг, Клейн, ...)	«Старые институционалисты» и марксисты Социология рынков Организационная теория и стратегический менеджмент Эволюционная экономика
<b>Характерная цитата</b>	‘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

<b>Взгляд на процесс</b>	<b>Создание рынка как процесс самоорганизации</b>	<b>Создание рынка направляется или ведется ключевыми игроками</b>
<b>Роль агентов</b>	Участвуют, но не формируют; ‘распределенная деятельность’	‘Институциональные предприниматели’ которые ‘заявляют свое право’ на рынок и формируют его
<b>Характерные публикации</b>	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

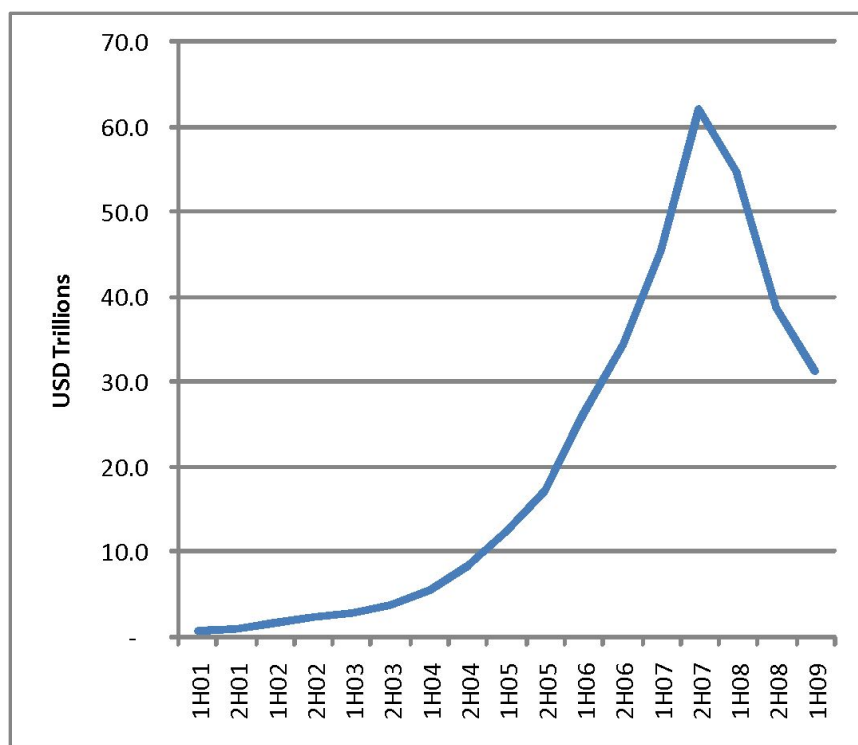
Promises quarterly payments to swap seller

- 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

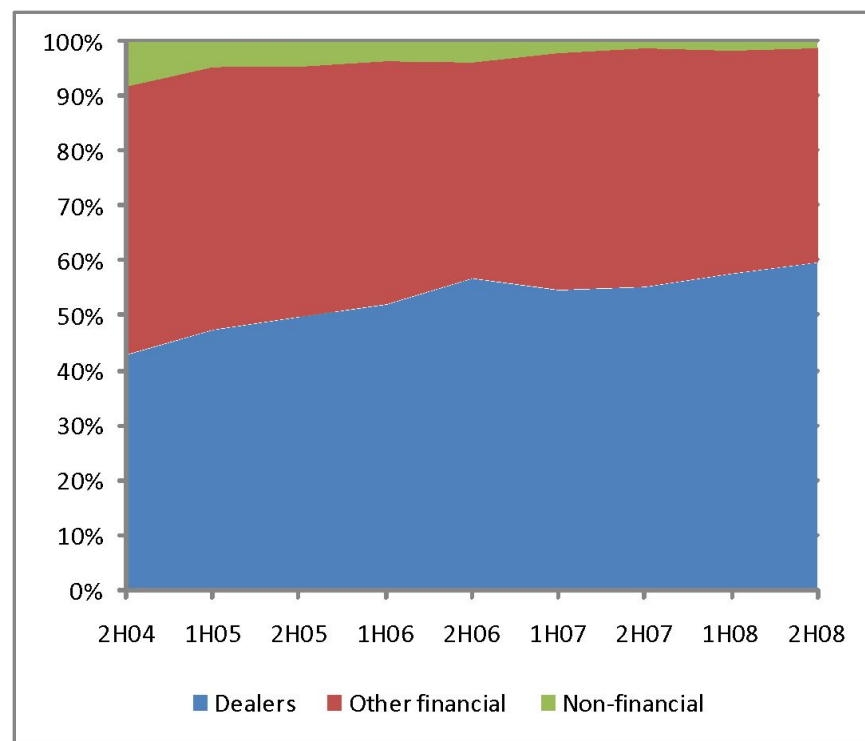
Scott Pollack

# CDS: историческая динамика

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



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

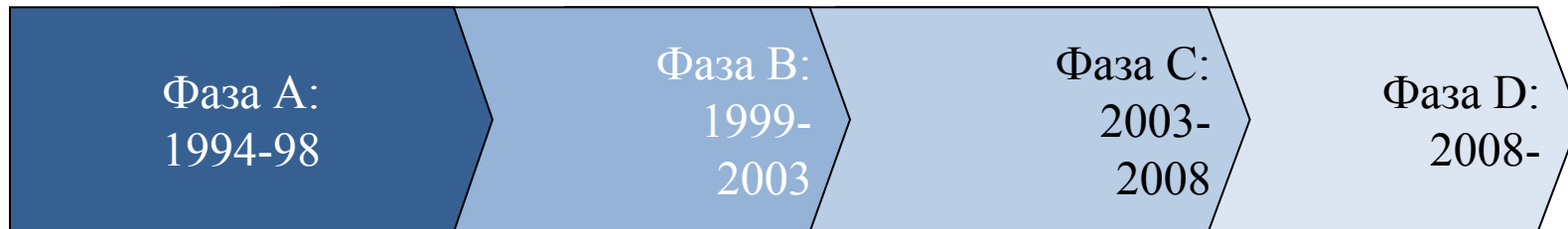


Источник: International Swaps & Derivatives Association

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)

**Стандартизации** 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