Крылов Владимир Сергеевич. Инновации на финансовых рынках и возможности их применения в России : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2007 220 с. РГБ ОД, 61:07-8/2431

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические аспекты разработки и использования инноваций на финансовых рынках 13

1.1. Экономическая сущность инноваций 15

1.2. Финансовый рынок как среда реализации инноваций 28

1.3. Факторы формирования инноваций на финансовых рынках 48

Глава 2. Основные направления развития инноваций на финансовых рынках 68

2.1. Виды финансовых инноваций 68

2.2. Кредитные деривативы 84

2.3. Обеспеченные активами ценные бумаги 104

2.4. Американские депозитарные расписки - АДР 112

Глава 3. Возможности использования финансовых инноваций в России 128

3.1. Факторы развития финансовых инноваций в российской экономике 128

3.2. Перспективы развития конкретных видов финансовых инноваций в российской экономике 150

3.2.1. Сфера применения и основные проблемы использования кредитных деривативов в России 150

3.2.2. Возможности применения в России ценных бумаг, обеспеченных активами 163

3.2.3. Проблемы и перспективы развития в России рынка депозитарных расписок 173

Заключение 188

Приложения 203

Приложение 1. Расчет прогнозных объемов рынка внебиржевых

производных финансовых инструментов 203

Библиография 208

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Нынешний этап развития мировых финансовых рынков связан с возникновением новых производных финансовых инструментов, предоставляющих возможности, ранее недоступные на рынке наличных активов, позволяющих эффективно регулировать рыночные риски, создавать желаемый профиль риска, осуществлять операции по диверсификации и страхованию портфельных рисков. Это весьма актуально для России, где проблемы хеджирования традиционно стоят особо остро.

Российский финансовый рынок, к сожалению, отстает от развитых стран по уровню развития инновационных инструментов и технологий. Однако, это создает лишь дополнительные побудительные мотивы для российских специалистов к тому, чтобы обратить внимание на инновационную деятельность в финансовой сфере - финансовые инновации способны сыграть значительную роль в развитии российского финансового рынка и экономики в целом.

Таким образом, актуальность данной работы связана в первую очередь с тем, что инновационная деятельность на российском финансовом рынке имеет огромный нереализованный потенциал. Этот потенциал особенно значим в связи с тем, что международная практика богата готовыми инновационными разработками, доказавшими свою эффективность. Иными словами, российские специалисты имеют на руках готовый набор инструментов, адаптация которых к российским условиям может принести несомненную пользу отечественной экономике.

Актуальность выбранной нами темы связана также с тем, что российские финансовые институты, органы государственного управления и частные компании активно используют в своей деятельности наработки и решения в финансовой

сфере, которые есть у иностранных фирм и банков, международных организаций. Знание этого опыта представляет собой основу его грамотного применения в российских условиях, а также успешной деятельности российских участников мирового рынка. Таким образом, мы видим здесь одновременное смыкание научного интереса к отмеченным выше проблемам с возможностью практического применения результатов исследования по данной теме.

Следует сказать, что указанные выше проблемы стали объектом изучения как зарубежными, так и российскими учеными относительно недавно (не более 10 -15 лет назад), а потому в этом направлении еще довольно много нерешенных вопросов. Если учесть, что динамично развивающиеся процессы глобализации в мировом хозяйстве постоянно ставят новые вопросы, то актуальность изучения механизмов финансового рынка, а также места и роли России на этом рынке вполне очевидна.

**Степень разработанности проблемы.**Отдельные аспекты рассматриваемой темы получили освещение в трудах отечественных и зарубежных исследователей, посвященных изучению теоретических и практических аспектов функционирования финансовых рынков. Так, например, в работах Шумпетера Й. впервые определяется сущность и роль инноваций. Ряд исследователей, таких, как Мандельброт Б., Найт Р., Ходжсон Дж., Нельсон Р., Уинтер С, Яковец Ю. и другие в разной мере и с разных позиций рассматривали инновации в качестве важного фактора экономического развития. Маршалл Дж., Бансал В., Синки, Дж. затрагивали отдельные аспекты использования финансовых инноваций, в том числе продуктов финансовой инженерии. Среди отечественных экономистов, разрабатывающих теоретические, методологические и практические аспекты использования финансовых инноваций, прежде всего деривативов, следует

назвать Бочарова В., Вайна С, Кавкина А., Лобанова А., Михайлова Д., Ноздрева Н., Соловьева П., Фельдмана А., однако комплексных исследований по данной проблематике не проводилось. Кроме того, имеются существенные различия в концептуальных -и методологических подходах к разработке рассматриваемой темы.

**Целью исследования**является выявление факторов, препятствующих развитию инноваций на российском финансовом рынке, а также разработка практических рекомендаций для успешного применения инновационных инструментов и технологий в России. Для достижения указанной цели были сформулированы следующие задачи:

определить понятие и раскрыть экономическую сущность «инновации» и «финансовой инновации»;

сформулировать классификационные признаки инноваций;

выделить и проанализировать факторы, способствующие формированию и распространению инноваций на финансовых рынках;

разработать модель генезиса и диффузии инноваций на финансовых рынках;

выявить особенности развития российского финансового рынка с целью определения наиболее перспективных с точки зрения практического применения видов финансовых инноваций;

изучить возможность практического применения инноваций в финансовом секторе России и выработать практические рекомендации для их успешного внедрения.

Объектом данного исследования является финансовый рынок как специфическая сфера экономических отношений в целом и российский финансовый рынок в частности.

**Предметом исследования**являются экономические отношения между субъектами финансового рынка и отдельных его сегментов по поводу создания, внедрения и применения финансовых инновационных технологий, а также объективные закономерности возникновения и распространения инноваций в современных условиях финансовых рынков.

**Теоретической и методологической базой исследования**являются фундаментальные положения экономической науки, теории инвестирования и инновационного менеджмента, а также системный подход к объекту и предмету исследования. Кроме того, в процессе работы над диссертацией автором применялись классические методы научного исследования, основанные на использовании научной абстракции, логического, функционального и системного анализа и синтеза, индукции, дедукции и диалектики. Для решения поставленных в работе задач были использованы официальные материалы государственных органов, периодических изданий и научных публикаций. В работе использованы табличный и графический методы, а также математические методы анализа экономики. Применение этих методов позволило добиться существенных результатов, в частности, выработать научные определения, разработать и описать теоретические модели, а также выработать практические рекомендации.

Информационную базу исследования составили нормативно-правовые акты Российской Федерации, Министерства финансов РФ, Центрального банка РФ и Федеральной Службы по финансовым рынкам, публикации международных финансовых организаций, статьи и информационно-статистические материалы отечественной и зарубежной периодической печати по рассматриваемым проблемам, а также соответствующие разделы официальных Интернет-сайтов.

**Научная новизна диссертационного исследования**заключается в разработке модели инновационного процесса на финансовом рынке России, позволяющей выявить и интегрировать в нее адекватные ей инструментальные технологии.

На защиту выносятся следующие положения, содержащие элементы научной новизны.

1. Доказано, что финансовая инновация представляет собой финансовую технологию, обеспечивающую более эффективное перераспределение финансовых ресурсов, доходности, рисков, ликвидности и информации в целях извлечения дополнительной прибыли из такого перераспределения, но пока не получившую широкого распространения в условиях конкретного рынка. Такое определение позволяет рассматривать инновации в разрезе особенностей конкретного рынка с тем, чтобы возможно более точно отделить инновационные технологии от неинновационных.
2. Определена зависимость между интенсивностью развития финансовых инноваций, сгруппированных по их функциональному признаку, и предикативными факторами, наиболее активно воздействующими на конкретную функциональную группу финансовых инноваций, что могло бы позволить государственным органам проводить нормотворческую деятельность упреждающего характера в отношении финансовых рынков, опираясь на средне- и долгосрочные прогнозы состояния последних.
3. Осуществлена детализированная классификация инноваций финансовых рынков, позволяющая структурировать их по следующим классификационным признакам: по функциональности, по уровню новизны, по сферам реализации и

причинам возникновения, что способствует выявлению системных взаимосвязей между ними.

1. Разработана процессная модель генезиса и диффузии финансовых инноваций, разделяющая автономные и индуцированные инновации, что позволяет установить связь возникновения автономных инноваций с первичным появлением новой идеи, а индуцированных инноваций - с необходимостью решения проблемы, возникающей вследствие изменения условий функционирования рынка. Доказано, что возможности и скорость вывода автономных инноваций на рынок зависят от уровня транзакционных издержек, а индуцированных - от особенностей регулирования.
2. Выявлено, что финансовые инновации в основном имеют индуцированный характер, то есть возникают как реакция на изменения условий функционирования экономического агента, что дает возможность прогнозирования появления тех или иных их видов. При этом большинство реализованных финансовых инноваций имеют комплексный, многоцелевой характер, выражающийся во множественности способов их применения, что ведет к широкому и быстрому их распространению на рынке.
3. Доказано, что кредитные деривативы представляют собой структурированные финансовые инструменты, отделяющие кредитный риск от актива для последующей его передачи другой стороне и позволяющие торговать риском и активом по отдельности с учётом профиля кредитного риска. Это позволило более четко ограничить круг инструментов, включаемых в данную категорию.

Работа выполнена в соответствии с п. 9.10 «Финансовые инновации в банковском секторе» и п. 9.16 «Новые банковские продукты: виды, технология

создания, способы внедрения» Паспорта специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит.

**Практическая значимость исследования.**Сформулированные в диссертационном исследовании положения способствуют дальнейшему развитию отдельных вопросов теории финансовых рынков и его сегментов. Результаты проведенного диссертационного исследования позволяют определить направления совершенствования государственной политики в целях стимулирования инновационного процесса на финансовых рынках.

Наиболее существенные результаты могут быть использованы Центральным Банком РФ, Федеральной службой по финансовым рынкам, а также профильными комитетами Государственной Думы ФС РФ для целей совершенствования государственной политики в области инновационного менеджмента на финансовых рынках. Они также позволят преодолеть основные препятствия к распространению финансовых инноваций в России и более активно применять инновационные продукты в финансовом секторе (инвестиционной и банковской деятельность), и в нефинансовом секторе экономики.

Сформулированные в работе положения и рекомендации позволяют учесть особенности современных условий функционирования российского финансового рынка при принятии решений в области финансового менеджмента, и более эффективно применять инновационные продукты в качестве инструментария риск-менеджмента российскими банками и финансовым компаниям, а также организациями нефинансового сектора экономики.

Результаты исследования могут быть использованы кредитными организациями, финансовыми и инвестиционными компаниями, предприятиями

при разработке и внедрении нестандартных методов управления денежными потоками и рисками различной направленности.

Кроме того, результаты исследования могут быть использованы в учебном процессе при подготовке специалистов в области финансов и банковского дела, биржевых специалистов, финансовых руководителей предприятий и организаций, в том числе венчурных.

**Апробация результатов и публикации по теме диссертации.**Основные положения и результаты исследования были представлены на международной научно-практической конференции «Финансы и учет: региональные аспекты» в г. Ал маты (Казахстан), а также докладывались на III Международном научно-практическом семинаре по проблемам трансформации современной российской экономики (г.Москва, 5-7 декабря 2004 г.), обсуждались и были одобрены на совместном заседании кафедры мировой экономики и международных финансов и кафедры финансов и кредита АТиСО, на заседаниях Студенческого научного общества АТиСО.

Отдельные положения исследования прошли практическую апробацию в деятельности негосударственного пенсионного фонда «Норильский никель».

Материалы диссертации и результаты исследования использовались в практике преподавания при чтении курса лекций и проведении семинарских занятий в рамках дисциплин «Мировая экономика» и «Международные валютно-кредитные отношения», спецкурсов по управлению финансовыми рисками в Российской Экономической Академии им. Г.В. Плеханова, Академии труда и социальных отношений, кроме того, отдельные результаты проведенного исследования были использованы при разработке учебных программ по курсам

«Международные валютно-кредитные отношения», «Валютные операции», «Финансовые рынки».

По теме диссертации опубликованы 4 работы общим объемом 1,6 п.л.

**Структура диссертации**включает в себя введение, три тематические главы, определяющие логику постановки и решения задач, заключение с основными выводами, список использованных публикаций, а также Приложения.

## Экономическая сущность инноваций

Существующие инновационные концепции не позволяют полно и точно определить собственно термин «инновация», не дают прочной основы для разработки классификации инноваций («финансовой инновации» как составляющей), а также факторов, воздействующих на их появление.

В экономической литературе не существует единого толкования инновации. Однако, можно выделить два подхода к пониманию этого термина: узкий и широкий. Узкий подход трактует инновацию с технической точки зрения и идентифицирует ее с промышленным производством, в частности с новой техникой, технологией, изделиями. При широком подходе инновации рассматриваются как новый продукт или услуга, способ их производства, новшество в организационной, финансовой, научно-исследовательской и других сферах. Объект исследования данной работы требует придерживаться второго, более широкого подхода.

Категория инноваций впервые появилась у Й. Шумпетера. Под инновацией он подразумевал изменение с целью внедрения и использования новых видов потребительских товаров, новых производственных, транспортных средств, рынков и форм организации в промышленности.1 Инновации как инструмент повышения эффективности общественного воспроизводства могут относиться как к сфере производительных сил, так и к сфере производственных отношений.

Инновации сферы производительных сил в первую очередь связаны с совершенствованием производительных сил: средств производства (средств труда и предметов труда) и предметов потребления, которые необходимы для воспроизводства рабочей силы. При этом нематериальные факторы в виде новаторской идеи, открытия также являются необходимым атрибутом появления материально-вещественной инновации.

Инновации сферы производственных отношений базируются на экономических интересах субъектов этих отношений и могут касаться планирования, организации, управления, контроля производственных отношений.

Согласно И. Шумпетеру, инновация является главным источником прибыли: «по сути своей предпринимательская прибыль - это результат осуществления новых комбинаций», «без развития нет прибыли, без прибыли нет развития»1. Таким образом, первая цель инновации в большинстве случаев заключается в увеличении эффективности использования имеющихся ресурсов. В конечном счете, каждая инновация должна прямо или косвенно давать возможность более эффективно создавать блага. Второй немаловажной целью является использование инноваций в качестве товара, способного приносить доход его владельцу.

## Виды финансовых инноваций

В течение 80-х гг. XX в. международные рынки были местом создания или развития значительного числа финансовых инноваций. В нестабильной среде мирового рынка в силу изменчивости процентных ставок и валютных курсов, инвесторам и заемщикам необходимо в любой момент времени приспосабливаться к обстоятельствам. Они также стремятся максимально воспользоваться преимуществами или пробелами налоговых законодательств. Финансовые инновации имеют целью наилучшее удовлетворение этих потребностей. К их быстрому внедрению международный рынок предрасположен лучше, чем национальный, поскольку он свободен от регламентации, свойственной национальным рынкам. Именно этим объясняется тот факт, что международный рынок играет основную роль в создании и продвижении новых финансовых продуктов, которые, по практическим причинам впоследствии развиваются на национальных рынках.

В течение 70-х гг. XX в. еврорынки предлагали заемщикам три основных вида займов: краткосрочные кредиты в евровалютах, позволяющие финансировать потребности в денежных средствах, непосредственно по образцу денежных кредитов, предлагаемых банками в большинстве ведущих промышленно развитых стран; средне- и долгосрочные еврокредиты (обычно сроком более 18 месяцев, но менее 15 лет), образуемые в рамках банковского пула (синдиката);

еврооблигации, размещаемые на международных рынках. В настоящее время на рынках предлагаются продукты, позволяющие посредством развития ценных бумаг обеспечить любую продолжительность займа - от 24 часов до десятков лет.

В целях дальнейшего анализа необходимо провести классификацию основных финансовых инноваций.

Существуют многочисленные критерии классификации финансовых продуктов инновационного характера.

В зависимости от базового актива новые финансовые продукты подразделяются на валютные, процентные, индексные, фондовые и кредитные.

В зависимости от механизма заключения сделки продукты классифицируют на биржевые и внебиржевые. У внебиржевых продуктов контрактные позиции не стандартизованы, и рыночные операторы могут максимально гибко менять их с учетом задач конкретной транзакции.

По сроку действия контракта инструменты могут быть краткосрочными (до одного года), среднесрочными (от одного года до пяти лет) и долгосрочными (свыше пяти лет). Основная доля операций приходится на первую категорию. Наиболее типичные представители средне- и долгосрочного сегментов рынка -внебиржевые инструменты и, прежде всего, - свопы.

По структурному критерию выделяют простые и сложные финансовые продукты. К первым мы можем отнести такие инструменты как опцион, фьючерс, своп, бумаги на секьюритизированные активы и депозитарные расписки. К сложным же относят всевозможные гибридные финансовые инструменты, комбинации нескольких деривативов, инструменты, объединяющие один или несколько деривативов с финансовыми активами, а также деривативы, базовым активом для которых является другой дериватив; так, свопцион представляет собой опцион, выписанный на своп.

По механизму ценообразования финансовые продукты классифицируют на арбитражные и вероятностные. У первой, наиболее многочисленной, группы цены определяются на основе котировок других финансовых продуктов. В основу же ценообразования вероятностных инструментов заложен математический аппарат теории вероятностей.

Наконец, по типу инновационные финансовые продукты могут подразделяться на две крупные группы - производные финансовые инструменты (или деривативы) и базисные, различие между которыми состоит в том, что базисные инструменты имеют в качестве предмета сделки некий актив как таковой, тогда как деривативы представляют собой инструмент, выписанный на другой финансовый инструмент - безразлично, производный или базисный.

Новые (или вновь возникшие) финансовые продукты оказали чрезвычайно важное влияние на международные и национальные финансовые рынки за два последних десятилетия. Международные эксперты выделяют четыре основных группы финансовых продуктов, носящих инновационный характер и в основном относящихся к деривативам.1 Инструменты каждой из них отличаются от других как по форме, так и по целям применения. Вместе они демонстрируют степень их проникновения во все сегменты финансовых рынков.

## Факторы развития финансовых инноваций в российской экономике

Развитие российского рынка производных финансовых инструментов.

Впервые торговля фьючерсными контрактами на доллар США началась в октябре 1992 г. на Московской товарной бирже (МТБ) Это событие положило начало становлению срочного рынка в России. Масштабы оборотов в этот период были незначительными (порядка 300 - 400 тыс. долларов в день). Практически сразу же появились фьючерсы на другие активы (прежде всего, на приватизационные чеки).

Отличительной особенностью российской модели развития срочного рынка стало то, что первыми контрактами стали именно финансовые фьючерсы. Также интересен тот факт, что на рынке валютных фьючерсов наблюдался высокий процент сделок, завершающихся реальной поставкой товара. Если в мировой практике этот показатель не превышает 1 - 2%, то на МТБ в феврале 1993 г. на сделки, закончившиеся поставкой реального товара, пришлось 10% от общего оборота.

В дальнейшем по мере того, как на рынок стали приходить более крупные и солидные участники, прежде всего, банки и инвестиционные фонды, объемы торговли стали возрастать и достигли к началу 1994 г. 2 - 3 млн. долларов США в день. Повысилась ликвидность и снизилась волатильность рынка, но зависимость от других финансовых рынков еще не проявлялась.

В марте 1994 г. состоялось открытие фьючерсной секции на Московской центральной фондовой бирже (МЦФБ). Эта биржа с самого начала ориентировалась на принципиально иной круг участников - на банки и финансовые структуры, то есть на крупных финансовых игроков. На МЦФБ начала использоваться новая для российского фьючерсного рынка электронная технология торговли, более удобная для крупных игроков. Оборот фьючерсного рынка (прежде всего, валютного) увеличивался высокими темпами благодаря росту масштабов спекулятивных сделок. Однако большая доля спекулятивных операций сделала фьючерсный рынок очень неустойчивым.

По-прежнему на низком уровне развития оставался внебиржевой сегмент срочного рынка, тогда как на мировом рынке преобладает, как мы убедились выше, именно внебиржевой сегмент рынка деривативов. Основными причинами были отсутствие развитой банковской системы и взаимного доверия на межбанковском рынке (основными участниками внебиржевого рынка деривативов являются крупные банки); а также практическое отсутствие нормативно -правовой базы, регламентирующей отношения контрагентов в срочных сделках вне биржевых площадок. Срочные сделки были максимально просты по структуре (форварды) и носили эпизодический характер.

В 1996 г. на срочном рынке сложилась ситуация, когда интерес участников стал смещаться в сторону производных инструментов, основанных на ГКО, так как валютные фьючерсы перестали приносить прибыль. В то время этот рынок характеризовался сверхвысокой доходностью и, как в последствии оказалось, мнимым, отсутствием риска. Наибольшее распространение в России получили фьючерсы на акции, в отличие от ведущих мировых фьючерсных рынков, где основными фьючерсными контрактами являются контракты на индексы акций.

К концу 1997 г. лидером по общему объему открытых позиций была ММВБ. На этой бирже была практически полностью сконцентрирована торговля на доллар США, ГКО и фондовый индекс.

Переломным моментом в развитии и становлении срочного рынка в России стал кризис 1998 года. 1 июня 1998 г. Российская Биржа приостановила торги по всем контрактам, под предлогом того, что ряд участников не смогли выполнить своих обязательств. Крах Российской Биржи произошел вследствие злоупотреблений руководством биржи служебными полномочиями. В это время продолжал развиваться рынок деривативов на ММВБ. Допуск нерезидентов на рынок деривативов ММВБ 14 апреля 1998 г. стал стабилизирующим фактором его дальнейшего развития. Кроме того, руководством биржи были разработаны меры по привлечению мелких и средних участников рынка деривативов. 17 августа вместе с мораторием на погашение внешней задолженности, объявленным правительством РФ и ЦБ РФ, было введено ограничение на операции, связанные с осуществлением резидентами выплат в пользу нерезидентов, в том числе и по срочным контрактам на срок до 90 дней. Это означало глубокий структурный кризис, который не мог не затронуть и срочный рынок. Объемы торгов резко сократились, а доверие участников было серьезнейшим образом подорвано.