Забулонов Андрей Борисович. Производные финансовые инструменты и формирование их рынка в Российской Федерации : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Волгоград, 2002 203 c. РГБ ОД, 61:03-8/63-9

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ НА РЫНКЕ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ 12

1.1 Производные финансовые инструменты и их атрибуты 12

1.2 Классификация производных финансовых инструментов 22

1.3 Новые производные финансовые инструменты 33

ГЛАВА 2. РЕИНЖИНИРИНГ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ 50

2.1 Методологический подход реинжиниринга. Финансовый реинжиниринг 50

2.2 Экономические предпосылки и системные характеристики реинжиниринга производных финансовых инструментов 81

2.3 Этапы реинжиниринга производных финансовых инструментов 97

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 152

БИБЛИОГРАФИЯ 154

ПРИЛОЖЕНИЯ

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Создание в Российской Федерации благоприятных условий для становления и развития рынка производных финансовых инструментов соответствует общемировым тенденциям к формированию гибкой финансовой подсистемы национальной экономики, сочетающей многообразие механизмов обеспечения экономических субъектов финансовыми ресурсами. Современное состояние российской экономики характеризуется высокой волатильностью процентных ставок и других индикаторов, узостью финансового рынка, сильным «командным» влиянием политических факторов, отсутствием рынка безрисковых бумаг. При этом если последние два - чисто российский внеэкономический феномен, то все предыдущие, так или иначе, связаны с отсутствием эффективного рынка производных финансовых инструментов. Наличие новых экономических условий, установившихся в 2000-2001 гг. требует стабильности и четкости структуры финансовой подсистемы экономики, активного взаимодействия всех ее системных компонентов, а также построения новой модели ее развития с упором на повышение самостоятельности участников финансовых отношений, что невозможно без развития рынка производных инструментов.

Отсутствие эффективного рынка производных финансовых инструментов нельзя считать единственной причиной существующих проблем финансовой подсистемы российской экономики, но его отсутствие существенно их обостряет: связь реального сектора и финансового рынка еще достаточно эфемерна; отрицательное влияние на развитие финансовой подсистемы оказывает институциональная неразвитость финансового рынка, инертное изменение законодательной базы и административные барьеры, с которыми сталкиваются субъекты финансовых отношений; операции, производимые на финансовом рынке, в основном обеспечивают реализацию интересов профессиональных участников рынка, инвестиционных институтов, и финансовые ресурсы обращаются, по сути, в замкнутом круге, минуя промышленные предприятия, в большинстве своем не отвечающих чрезвычайно высоким требованиям потенциальных кредиторов. В таких условиях развитие рынка производных инструментов в России является обязательной предпосылкой формирования современной модели финансовой подсистемы экономики и преодоления указанных проблем.

Ведущая роль рынка производных финансовых инструментов в развитии экономики определяется ограниченными возможностями экономических субъектов по привлечению финансовых ресурсов на наиболее выгодных условиях, страхованию рисков, созданию направленных денежных потоков и получению дополнительной прибыли от финансовых операций. Опыт ведущих мировых держав свидетельствует о том, что экономические субъекты все чаще стремятся использовать рынок производных финансовых инструментов для удовлетворения своих специфических потребностей, которые существующие на рынке инструменты не могут покрыть в полной мере. Этот процесс выражается в разработке новых производных финансовых инструментов с особым набором потребительских характеристик. В связи с этим особую актуальность приобретают исследования финансовых отношений, в частности отношений по поводу разработки, выпуска и обращения новых производных финансовых инструментов.

Степень научной разработанности проблемы. Рост влияния рынка производных финансовых инструментов на мировую хозяйственную систему и его особая роль в инфраструктуре экономики обусловили большой научный интерес к проблемам его эффективности. Эти проблемы были и остаются предметом исследования многих ведущих зарубежных и российских ученых.

Основу исследований финансовых отношений, возникающих при функционировании производных финансовых инструментов в экономике, составляет научный аппарат теории финансов и кредита. Заметный вклад в разработку теоретических аспектов проблем существования производных финансовых инструментов внесли П. Айкен, К. Атсуо, Б. Барбер, У. Батлер, М. Бренер, А. Буренин, В. Галанов, Э. Инглис-Тейлор, Я. Миркин, И. Нелкен, К. Пензин, В. Русинов, К. Рэй, Д. Ченс, Дж. Чилдрес, Я. Эрикссон; Нобелевские лауреаты Ф. Блэк, Р. Мертон, М. Миллер, Ф. Модильяни, У. Шарп, М. Шоулз.

Общие вопросы финансового управления и управления инвестициями нашли отражение в работах И. Балобанова, Т. Бердниковой, П. Бернстайна, И. Бланка, В. Бочарова, Дж. Ван Хорна, Т. Коуперланда, Ю. Масленченкова, К. Рэдхеда, А. Шеремета. Исследованием механизмов разработки новых производных инструментов занимались Дж. Бердж, И. Брайс, Е. Бэнкс, М. Дженсен, С. Майерс. Р. Мак-Дермот, Д. Маршалл, Дж. Финнерти.

В свете выбранного автором исследования подхода к разработке новых производных финансовых инструментов, было проанализировано множество работ теоретиков и практиков реинжиниринга. Фундаментальные монографии по данному вопросу принадлежат Д. Анжелису, Б. Дали, Т. Давенпорту, Э. Попову, М. Робсону, Ф. Уллаху, М. Хаммеру, Л. Ходсену, Дж. Чампи, Дж. Чилдресу, Дж. Шорту. Э. Эворду. Изучались работы по современной теории управления - Ст. Бира, А. Богданова, Л. Евенко, Д. Иванова, Ю. Инькова, Б. Мильнера, Л. Ормана, Е. Паолуччи, Т. Петерса.

Однако проблема разработки подходов к созданию новых производных финансовых инструментов требует дальнейшего изучения с учетом российских экономических и правовых условий, особенностей становления российского финансового рынка и мировых тенденций в области разработки новых финансовых продуктов. Проблемы разработки новых производных финансовых инструментов, как правило, не рассматриваются в качестве самостоятельного объекта анализа, а описываются в контексте существующих на рынке производных инструментов тенденций. В работах многих авторов делается акцент на разработку прикладных аспектов рассматриваемой проблемы, вследствие чего недостаточно исследованными остаются ее теоретические стороны. Актуальность проблемы, недостаточная научная разработанность отдельных ее сторон и большая практическая значимость определили выбор темы, целей и задач диссертационного исследования.

Цель и задачи исследования. Целью работы является обоснование теоретических и практических аспектов разработки новых производных финансовых инструментов на основе подхода реинжиниринга для качественного повышения эффективности и универсальности их рынка в Российской Федерации.

В соответствии с поставленной целью сформулированы задачи, определившие логику диссертационного исследования и его структуру:

- уточнить определение производного финансового инструмента и установить характеристические признаки традиционных производных финансовых инструментов как основы для разработки новых;

- систематизировать и дополнить классификационные признаки производных финансовых инструментов и провести классификацию инструментов, готовых к использованию в рамках российской экономики;

- выявить современные тенденции рынка производных финансовых инструментов внешние и внутренние по отношению к экономическим субъектам факторы, стимулирующие развитие рынка, а также причины, ограничивающие создание новых производных финансовых инструментов;

- обосновать перспективность концептуальных основ реинжиниринга для развития современной теории финансов;

- разработать методологический подход реинжиниринга, перенести его в сферу финансов и обосновать возможность применения для создания производных финансовых инструментов в условиях российской экономики;

-определить последовательность этапов применения реинжиниринга производных финансовых инструментов на практике;

-предложить новый производный финансовый инструмент, разработанный на основе методологического подхода реинжиниринга.

Предмет и объект исследования. Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие в процессе разработки новых производных финансовых инструментов

Объект исследования - деятельность экономических субъектов в связи с созданием и обращением новых производных финансовых инструментов в рамках Российской экономики.

Методологическую основу исследования составили диалектический метод познания, организационный и системный подходы. Диалектический метод реализован при помощи таких общенаучных методов и приемов как научная абстракция, дедукция, индукция, анализ и синтез, методы группировки и сравнения. В рамках организационного подхода использовались субъектно-объектный, историко-логический, структурно-функциональный анализ. В работе также использовались экономико-математические методы, графическое моделирование, ряд других методов и приемов.

Теоретическую основу исследования составили фундаментальные концепции и гипотезы современной теории финансов, обоснованные и представленные в монографиях отечественных и зарубежных авторов, публикации в научной периодической печати, материалы научно-практических конференций и семинаров, нормативно-правовые акты Российской Федерации и других стран в отношении регулирования различных аспектов финансовых отношений.

Эмпирическая основа исследования представлена разработками ряда российских и зарубежных компаний; статистическими исследованиями Международной Ассоциации Финансовых Инженеров и ведущих консалтинговых компаний мира.

Научная новизна результатов исследования определяется тем, что в ней обоснована возможность применения методологического подхода реинжиниринга в сфере финансов и разработан методологический подход реинжиниринга производных финансовых инструментов.

Детально это выразилось в следующем:

-уточнено определение производного финансового инструмента как любого контракта, посредством которого стороны определяют потоки платежей, зависящие от изменения заложенного в основе производного инструмента параметра; устанавливают условия и сроки их осуществления; определяют санкции в случае невыполнения стороной условий контракта;

- комплексно представлен и дополнен перечень системообразующих элементов, определяющих совокупность свойств производного финансового инструмента как механизма осуществления перераспределительной функции в экономике; в частности, разделены внутренняя и внешняя доходности производного финансового инструмента;

-на основе анализа современных тенденций на рынке производных финансовых инструментов выявлены две группы факторов, определяющих его развитие: внешние по отношению к экономическим субъектам факторы среды (глобализация финансовых рынков, усиление волатильности цен, налоговые асимметрии, изменение законодательного регулирования финансовых отношений, достижения НТП, развитие теории финансов и прикладных дисциплин, обострение конкуренции за счет вхождения стран с нерыночной экономикой в мировое экономическое пространство) и внутренние факторы, поддающиеся контролю со стороны экономических субъектов (повышение потребности в ликвидных и мобильных активах и эффективном управлении рисками, обострение агентских проблем, достижение рядом компаний и отраслей пика эффективности);

-дополнена и уточнена классификация производных финансовых инструментов по их экономическому основанию, происхождению, совокупности функций и свойств, структуре; введены дополнительные признаки классификации, уточнен состав классификационных групп;

-доказано, что реинжиниринг в его современном состоянии сочетает в себе признаки управленческой технологии и управленческого подхода и не

содержит признаков методологического подхода; отсутствует логически обоснованная последовательная схема организации процесса реинжиниринга, особенно в сфере финансов;

-на основе сочетания двух базовых элементов реинжиниринга (системного реинжиниринга и реинжиниринга хозяйственных процессов) сформулирован методологический подход реинжиниринга: реинжиниринг как методология - это конструирование процесса выработки и исполнения управленческих решений в рамках качественного улучшения характеристик системы с использованием максимально доступного количества методик, технологий и инструментов;

-обоснованы необходимость, возможность применения реинжиниринга в сфере финансов и определены его последовательные этапы: создание структуры, способной эффективно провести проект реинжиниринга; определение характеристик новых процессов системы финансирования и ее будущих функций; оценка существующих процессов, выбор процессов, которые будут перестраиваться; идентификация разрыва связей между процессами внутри системы финансирования и внешними процессами; разработка модели принятия решений экономическим субъектом; построение карты процессов; анализ влияния будущих процессов на эффективность экономического субъекта и разработка новых процессов; определение новых систем в финансовой подсистеме экономического субъекта и доработка проекта; реорганизация финансовой подсистемы; разработка организационной схемы для финансовой подсистемы; внедрение новой финансовой подсистемы;

-конкретизировано определение методологического подхода реинжиниринга применительно к созданию новых производных финансовых инструментов и формализованы его основные этапы: анализ внутренней и внешней среды организации и потребности в реинжиниринге; предпроектное обследование и системное моделирование хозяйственных процессов организации; формирование стратегии реинжиниринга; производство

инструмента; стресс-тестирование нового инструмента и финансовой подсистемы; внедрение инструмента; управление инструментом;

-на основе методологического подхода реинжиниринга разработан новый производный финансовый инструмент - облигация с опционом погашения номинала денежными средствами или товаром по фиксированной в момент эмиссии цене.

Теоретическая и практическая значимость работы. Выполненное диссертационное исследование содержит решение важной для экономики проблемы разработки новых производных финансовых инструментов. Основные идеи диссертации, ее выводы и рекомендации сформулированы с учетом возможности их практического использования. Теоретическая значимость работы определяется тем, что результаты исследования способствуют расширению теоретической базы, необходимой для развития рынка производных финансовых инструментов, и могут использоваться в преподавании различных финансовых дисциплин. Практическая значимость исследования состоит в том, что выдвинутые положения, предложенные методы и практические рекомендации, содержащиеся в диссертационном исследовании, могут найти свое отражение в процессе построения систем финансирования экономических субъектов, при разработке новых производных финансовых инструментов, проведения работ по реинжинирингу.

Апробация работы. Предлагаемые автором теоретические выводы и практические рекомендации по проблеме разработки новых производных финансовых инструментов обсуждены на кафедре финансов и кредита Волгоградского государственного университета и представлены на научно-практических конференциях и семинарах, проходивших в г. Волгограде и г. Пензе в 1999-2001 гг.

Наиболее существенные положения и результаты исследования нашли свое отражение в публикациях автора общим объемом 1,8 печатных листа.

Структура диссертации. Диссертация состоит из введения, двух глав, заключения, библиографии и приложений. Структура диссертации отражает цель и задачи исследования.

## Производные финансовые инструменты и их атрибуты

Для определения сущности производных финансовых инструментов требуется сначала определить, что означает термин «финансовый инструмент». Основываясь на различных источниках ([См.: 96, 676] [См.: 26, 440] [См.: 109, 72] [См.: 16, 394;1424] [См.: 243, 118]), определим, что понятие финансовый инструмент включает 1) денежную наличность и прочие денежные средства; 2) механизмы, посредством которых стороны фиксируют экономические отношения по поводу собственности, устанавливают сроки и условия взаимных потоков платежей и определяют санкции в случае невыполнения стороной согласованных условий1. Основное свойство потоков платежей по финансовым инструментам (см. пункт второй сформулированного определения) - их фиксированная величина.

В основе производного финансового инструмента могут лежать такие финансовые инструменты, как денежные средства, ценные бумаги, кредиты, иные долговые инструменты, любые параметры, изменение которых имеет случайный характер [См.: 232].

В экономической литературе существует однозначно принятая трактовка производного и производного финансового инструмента, и она дана в стандарте бухгалтерского учета по системе US GAAP - SFAS 1332 (Statements of Financial Accounting Standards). В стандарте SFAS 133, производный финансовый инструмент трактуется как финансовый контракт, имеющий заданные сторонами контрактных отношений условия, причем стоимость данного контракта является производной по отношению к другому финансовому показателю. GAAP определяет, что производный финансовый инструмент одновременно имеет один или более параметров в основании, чье изменение определяет стоимость контракта; производный финансовый инструмент, при прочих равных условиях, требует меньших начальных вложений, нежели вложения в актив в его основании; подразумевает полное урегулирование требований по инструменту посредством оплаты обусловленной контрактом суммы, урегулирование требований посредством других действий, включая поставку актива со стоимостью, покрывающей требования по контракту. В соответствии с определениями SFAS 133, к производным финансовым инструментам не относят контракты, которые подразумевают обмен товарами нефинансового характера или предусматривают возможность поставки актива нефинансового характера в погашение требований по контракту3. Таким образом, в соответствии с определением SFAS 133, форвардные и фьючерсные контракты, подразумевающие поставку базового актива, не относятся к классу производных финансовых инструментов (что несколько разнится с общепринятой практикой). Тем не менее, эти инструменты, хоть и не попадают под регулирование SFAS 133, все же являются производными, но не финансовыми производными инструментами. Таким образом, опираясь на положения SFAS 133, можно разделить производные инструменты и производные финансовые инструменты, что существенно упрощает задачу определения сущности производного финансового инструмента.

Нельзя, тем не менее, забывать о том, что SFAS были созданы для облегчения процесса учета, что не делает мнение, высказанное в них полностью применимым ко всем производным инструментам.

## Классификация производных финансовых инструментов

Развитие рынка производных финансовых инструментов за последние два десятилетия было вызвано воздействием ряда взаимосвязанных и взаимообусловленных факторов, которые условно можно разделить на две группы. [См.: 67, 49-75] Первые - факторы среды, внешние по отношению к экономическим субъектам. Вторые - внутренние факторы, факторы над которыми экономические субъекты имеют хотя бы частичный контроль.

К факторам среды можно отнести глобализацию финансовых рынков, усиление волатильности цен, налоговые асимметрии, изменение законодательного регулирования финансовых отношений, достижения научно-технического прогресса, успехи теории финансов и развитие прикладных дисциплин, обострение конкуренции, интеграция стран с нерыночной экономикой в мировое экономическое пространство.

Ко второй группе факторов, внутренним факторам, можно отнести повышение потребности экономических субъектов в ликвидных и мобильных активах, в эффективном управлении рисками, усиление агентских проблем, достижение рядом компаний и отраслей пика эффективности в разрезе доходов и затрат.

Рассмотрим первую группу факторов:

- Глобализация финансовых рынков способствует переливу капитала в мировом масштабе, усилению и усложнению связей национальных финансовых рынков и взаимозависимости между ними. Глобализация промышленного производства существенно расширила возможности производителей и усилила конкуренцию между ними, в том числе за капитал. [См.: 151]

- Усиление волатильности цен, связанное с глобализацией финансового рынка и усилившейся взаимозависимостью национальных экономик, а также с достижениями научно-технического прогресса, проявляющимися в радикальном изменении технологии производства многих товаров, в снижении уровня издержек их производства, развитии информационных технологий и повышении возможностей мобильного перелива капитала в наиболее эффективные секторы мировой экономики, значительно изменило картину мирового экономического пространства.

- Наличие налоговых асимметрий, проявляющееся не только в масштабах конкретной страны, но и в масштабах мирового экономического пространства, способствует переливу капитала в отрасли и экономики с льготным режимом налогообложения. Диспропорции самого налогового законодательства также являются одним из основных факторов финансовых инноваций.

- Достаточно инертное изменение законодательного регулирования финансовых отношений определяет поведение экономических субъектов, стремящихся в поисках экономической выгоды наиболее эффективно использовать возможности действующего финансового и налогового законодательства.

- Достижения научно-технического прогресса, и информационных технологий в частности, решили ряд проблем эффективности финансового рынка, способствовали усилению конкуренции между экономическими субъектами, изменили приоритеты развития многих отраслей мировой экономики.

- Успехи теории финансов в решении фундаментальных проблем оценки стоимости, экономической эффективности и риска, а также успехи прикладных дисциплин - финансовой математики, бухгалтерского учета, способствовали усилению активности экономических субъектов на рынке производных финансовых инструментов.

- Обострение конкуренции экономических субъектов и отраслей экономики обусловленное тем, что компании-производители в современных экономических условиях конкурируют не только за рынок сбыта и не только в рамках одной отрасли, но и за деньги инвесторов в масштабах глобального экономического пространства15, существенно влияет на финансовую активность экономических субъектов. Обострившаяся конкуренция предопределяет активное участие экономических субъектов в операциях на финансовом рынке и способствует созданию новых производных инструментов, специально разработанных для решения актуальных финансовых проблем. [См.: 150, 109]

- Интеграция стран с нерыночной экономикой в мировое экономическое пространство существенно расширила границы финансового рынка и рынка производных инструментов в частности. Диспропорции различной природы обусловили использование в рамках финансовых систем развивающихся рынков квази-финансовых инструментов для удовлетворения потребностей экономических субъектов в финансовых ресурсах. Многие из этих инструментов по своей природе и экономическим характеристикам являются производными.

## Методологический подход реинжиниринга. Финансовый реинжиниринг

Для наилучшего понимания разрабатываемого во второй главе исследования методологического подхода реинжиниринга в целом и финансового реинжиниринга в частности, автор убежден, начать следует с определения сущности реинжиниринга и его фундаментальных отличий от других управленческих подходов.

М. Хаммер, автор термина "реинжиниринг", рассматривает появление реинжиниринга хозяйственных процессов29 как революцию в экономике, которая знаменует отход от базовых принципов построения экономических субъектов, предложенных 200 лет назад А. Смитом, и превращает конструирование экономического субъекта в инженерную деятельность. [См.: 86, 62-69] Ф. Тейлор, А. Файоль, М. Вебер, считали функциональную специализацию, стандартизацию, универсализацию, кооперацию и разделение труда основой эффективной организации. [См.: 90, 21] Принципы функционального подхода, безусловно, работали в экономике индустриального типа. Однако, столкнувшись с современными экономическими реалиями, субъекты экономики вынуждены искать более эффективные подходы к построению организаций и их управлению. Одним из таких подходов, стал процессный подход30.

Существует множество определений термина «процесс» (Давенпорт и Шорт (1990) [См.: 156, 12]; Эрл (1994) [См.: 159, 13]; Хаммер и Чампи (1993) [См.: 176, 35]; Давенпорт (1993) [См.: 155; 12])31. Но в связи тем, что использовавшиеся ранее определения излишне обобщены и, в отличие от самой целостности, определяют отдельные признаки процессов, автор диссертационного исследования решил предложить свое определение термина «процесс». Итак, процессы могут рассматриваться как совокупность детерминированных управленческих решений [См.: 210, 289-308], каждое из которых определяет последовательность работ, информационные потоки которых, в свою очередь, определяют другие управленческие решения.

В практике существует множество подходов к формированию стратегии развития организационных процессов и организации в целом: интенсификация, расширение, приращение, конверсия, инновация, диверсификация [См.: 177, 193]. Реинжиниринг нельзя поставить в ряд с вышеназванными подходами к формированию стратегии развития организации, поскольку реинжиниринг сам использует эти подходы32. [См.: 104, 7].33 Реинжиниринг хозяйственных процессов основан на подходе всеобщего управления качеством, и использует ряд базовых процедур концепции: 1) метод анализа процессов; 2) внутрифирменную оценку деятельности (interdepartment evaluation of activity); 3) анализ восприимчивости (process perception analysis) [См.: 90]. Основное отличие реинжиниринга в том, что подход всеобщего управления качеством обеспечивает прирост эффективности, а реинжиниринг - значительное изменение («качественный скачок») в эффективности организации. [См.: 148, S30]