Литвиненко Денис Александрович. Развитие структурированных инвестиционных продуктов в РФ : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Литвиненко Денис Александрович; [Место защиты: Майкоп. гос. технол. ун-т].- Ростов-на-Дону, 2010.- 147 с.: ил. РГБ ОД, 61 10-8/1645

**Содержание к диссертации**

Введение

1. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОДУКТЫ И ИХ РОЛЬ В СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИСТЕМЕ 11

1.1. Сущность и значение инвестиционного продукта как инструмента рыночной экономики 11

1.2. Анализ рынка инвестиционных продуктов, предназначенных для индивидуального инвестора 19

1.3. Основные продукты рынка коллективных инвестиций 36

2. СТРУКТУРИРОВАННЫЕ ПРОДУКТЫ КАК ПЕРСПЕКТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ИНВЕСТИРОНИЯ В УСЛОВИЯХ ПРЕОДОЛЕНИЯ КРИЗИСНЫХ ТЕНДЕНЦИЙ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ 55

2.1. Природа глобального финансового кризиса и его влияние на инвестиционные продукты 55

2.2. Экономическая природа и основные характеристики структурированных инвестиционных продуктов 63

2.3. Институциональная динамика рынка структурных инвестиционных продуктов за рубежом 82

3. РАЗВИТИЕ СТРУКТУРИРОВАННЫХ ПРОДУКТОВ В РОССИИ 96

3.1 Анализ тенденций развития отечественного рынка структурированных продуктов 96

3.2 Модификация и финансовый инжиниринг российских структурированных продуктов 118

3.3 Стратегия создания структурированных продуктов 126

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 133

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК 136

ПРИЛОЖЕНИЕ 145

**Введение к работе**

Актуальность диссертационного исследования.

Глобальный мировой финансовый кризис затронул все без исключения финансовые рынки. За рубежом отмечены коллапсы системы саб-прайм ипотеки, дефолты крупных инвестиционных банков, проблемы системы страхования. На отечественном фондовом рынке наблюдается снижение капитализации в 2 раза, резкое уменьшение финансовой ликвидности, рост кредитных ставок, практическое замораживание института коллективного инвестирования, новый виток валютизации страны.

Кризисные процессы являются катализатором изменений в любой системе, следовательно и рассматриваться должны с этой стороны. Кризис в различных проявлениях показал множество проблемных зон, узких мест и недостаточную эффективность существующей системы финансов вообще, фондового рынка, в частности. В настоящее время под влиянием мирового негативного опыта, происходит пересмотр параметров и методов оценки биржевых активов и рисков, приоритетов финансового менеджмента, ставятся другие инвестиционные задачи, согласно которым изменяются инвестиционные механизмы.

Поэтому мнение о вторичности и несвоевременности инвестиционного развития рынка и его механизмов в условиях финансового кризиса будет ошибочным. Напротив, именно новые механизмы послужат фактором выхода из него и позволят сократить сроки финансовой депрессии. Кроме того, важность новых инструментов возрастает в условиях, когда необходимо сохранить оставшиеся активы для воссоздания на их основе прежнего экономического уровня, особенно если доверие к предыдущим механизмам подорвано.

Таким образом, именно в этих кризисных условиях, выявивших неэффективность многих элементов финансов системы, возможно зарождение новых, более эффективных финансовых институтов и

4 инвестиционных продуктов. Изучение негативного зарубежного и отечественного опыта будет способствовать выявлению перспективных направлений развития инвестиционных продуктов и механизмов и оптимизации существующих, послужит залогом создания более эффективной системы финансов и поможет преодолеть подобные кризисы в будущем.

Степень разработанности проблемы. Общие вопросы функционирования фондовых рынков описаны Бэллом С, Грэхэмом Б., Доу Ч., Маршаллом А., Мерфи В., Ниренбергом Д., Писли Дж., Шварцем С.

Фондовый рынок как сложную экономическую систему изучают такие зарубежные ученые как Леман Б Маес Б. Сорос Дж., Твид Л.,, а среди российских ученых Галанов Д.А., Ермоленко А.А., Пенцов Д.А., Жук А.Е., Караулі Д.М., Караулова О., Мартюшев С, Чулюков Ю., Андрейцев В., Болдырева Н., Рачкевич А., Игонина Л., Харло Р.

Анализ фондового кризиса в разрезе международного финансового кризиса посвящены работы Чиффа П.Д., Рубини Н. В, а в России этот вопрос исследуют Анесянц С.А., Костиков И. В., Тамбовцев В., Жук А.Е., Шевелева И. В.

Развитие инвестиционных продуктов в России рассматривали Анесянц Ю.С., Анукян Л., Алексеева И., Бродникова Т.Б., Митин Б.М., Капитан М. Е., Коту ков А. А. Саркисянц А. Г.

Основные зарубежные труды, посвященные структурированным финансовым продуктам издали Аутон П., Кнопп Р., Халл Дж. Российские авторы, изучающие вопросы формирования структурированных инвестиционных продуктов Глухов М., Морозов М., Решетников Ю., Шапиро Л., Хмыз О. В.

Несмотря на широкий круг исследований фондовых рынков новизна структурированных продуктов, их сложность и крайне динамичное развитие вкупе со значительными изменениями в условиях фондового рынка оставляют множество белых пятен делают актуальным изучение вопросов

5 сущности и функционировании подобных продуктов, формировании и развитии этой отрасли.

Цели и задачи исследования. Цель данного исследования — определение перспективных направлений развития инвестиционных продуктов в РФ.

Задачами исследования являются:

Изучение и модернизация понятийного аппарата инвестиционных продуктов.

Анализ сущности, роли и опыта развития инвестиционных продуктов в мировой и отечественной экономике.

Выявление текущих тенденций в отрасли, проблем её развития в условиях финансового кризиса.

Выбор и наиболее перспективных структурированных продуктов, их реинжениринг и оптимизация.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования выступают структурированные инвестиционные продукты, предметом — их структура и механизм функционирования.

Теоретико-методологической базой исследования послужили современные общеэкономические представления о функционировании финансового рынка вообще и формирования инвестиционных продуктов, в частности.

Диссертационная работа выполнена в рамках паспорта специальности 08.00.10 - финансы, денежное обращение и кредит Часть 1 «Финансы» раздел 1 «Теория и методология финансов» пункт 1.4 «Финансы инвестиционного процесса, финансовый инструментарий инвестирования»; раздел 4 «Формирование и развитие рынка ценных бумаг» пункт 4.9 «Расширение инвестиционных стратегий на рынке ценных бумаг»; раздел 5 «Формирование и развитие рынка ценных бумаг» пункт 5.3 «Теоретические и методологические основы развития частных финансов».

Инструментально-методический аппарат. В работе были использованы методы общенаучного познания. Направление изучение происходило как дедуктивным, так и индуктивным методом. Были применены принципы обобщения, синтеза, системного и сравнительного анализа, функциональный подход. Использовались индивидуальные и консенсус оценки развития инвестиционных институтов, среди них аналитические, статистические, эконометрические методы и модели.

Информационно-эмпирическая база исследования. Нормативная база исследования состоит из федеральных законов и подзаконных актов, регулирующих деятельность объекта исследования. В качестве статистической базы использовались отчеты официальных органов статистики, регуляторов, саморегулируемых организаций, аналитических агентств. Научной базой работы стали материалы диссертаций, монографий, конференций, симпозиумов, научных трудов российских и зарубежных авторов. В работе анализировались данные, представленные отечественными и зарубежными торговыми площадками.

Рабочая гипотеза исследования. Современный российский финансовый рынок испытывает проблемы качественного и количественного развития в условиях глобального кризиса, для преодоления которого необходимо развивать инвестиционные продукты и технологии финансового рынка. Наибольшим потенциалом развития в создавшихся условиях обладают структурированные продукты.

Положения выносимые на защиту.

1. Понятийный аппарат отрасли структурированных продуктов на настоящем этапе не отражает сложившуюся ситуацию, а именно создает ситуацию двойственного определения и толкования объекта, что создает проблему регулирования, позиционирования и выбора структурированных инвестиционных продуктов. Необходимо разработать новые определения и понятия структурированных продуктов, адекватно описывающие их функции и механизм функционирования.

Современная классификация и сегментация структурированных продуктов не соответствует создавшейся в действительности системе отношений и субординации в отрасли этих продуктов, не отвечает требованиям рынка по причинам её разнородности и бессистемности. Необходимо использовать более объективные, приближенные к реальности и формализующиеся характеристики с позиций функционального подхода, что улучшит логическую транспарентность и облегчит позиционирование структурированных продуктов с точки зрения их экономического содержания.

Рынок структурированных продуктов, ориентированный на биржевые активы, в недостаточной степени использует возможности секьюритизированного реального сектора экономики, который доступен массовому инвестору и профессиональным управляющим, посредством института коллективных инвестиций. Актуализация его с помощью специализированных структурированных продуктов обладает значительным потенциалом развития как означенного сегмента, так и всего рынка инвестиций в целом.

Создание простых инвестиционных структурированных продуктов (инвестиционных депозитов) на уровне домохозяйств целесообразнее всего проводить самостоятельно, что значительно повышает инвестиционную привлекательность таких продуктов за счет нивелирования издержек управляющей компании и операционных издержек, корреляция между которыми и инвестиционным качеством структурированного продукта обратная и растет в геометрической пропорции. Формирование структурных продуктов на уровне домохозяйств должно стать неотъемлемой частью программы повышения финансовой грамотности населения.

Новизна диссертационного исследования заключается в выявленных теоретических и практических направлениях оптимизации структурированных продуктов. Элементы приращения научного знания состоят в следующем.

Предложены новые определения структурированного продукта под которым подразумевается финансовый механизм (технология), синергетическая общность простых элементов которого позволяет решать узкоспециализированную финансовую задачу; а так же комбинированный финансовый инструмент, повышенная рискованность более доходных элементов которого компенсируется повышенной гарантией по менее доходным элементам.

Выделены важные характеристики структурированных продуктов, позволяющие применить к ним новую классификацию согласно финансово-инвестиционной парадигме: в класс инвестиционных структурированных продуктов, нацеленных на решение задач по увеличению капитала, входят преимущественно инвестиционные индексируемые депозиты и их аналоги в любых формах, прочие структурированные продукты, решающие финансовые, в некоторой степени бухгалтерские задачи (продукты страхования, опционные стратегии, комплексныек продукты коллективного инвестирования без привязки к индексам, кредитно-свзанные и облигационные ноты) отнесены к финансовым структурированным продуктам. Первичным отличительным признаком для этих классов продуктов становится возможность применения к первому из них параметра «коэффициент участия».

Разработаны новые инвестиционные структурированные финансовые продукты реального сектора экономики на основе ломбардных фондов, базовым активом инвестиционной части которых выступает гарантийное обеспечение долговых активов банков, спекулятивной — частично доход от реализации активов, инвестированный облигационные стратегии, и рентных. Базовым активом инвестиционной части последних служат объекты коммерческой недвижимости, спекулятивной - денежный поток инвестированный в облигационные стратегии.

Разработан алгоритм формирования инвестиционного структурированного продукта для домохозяйств состоящий из ряда этапов: 1)

9 постановка инвестиционной задачи; 2) выбор долгового инструмента; 3)выбор типа дериватива; 4) определение базового актива; 5) определение срочности инвестиции; 6) прогнозирование рыночной динамики; 7)выбор паттерна кривой доходности; 8) установка опционной стратегии. На основании разработанного алгоритма определена стратегия создания инвестиционного структурированного продукта в средне- и долгосрочной перспективах (1,5-2 года), заключающаяся в формировании депозитарно-облигационной стратегии паттерна «продажа кондора» на индекс РТС инвестиционным горизонтом 1,5 года.

Теоретическая и практическая значимость исследования заключается в перечне решенных во время работы задач. Теоретическая состоит в формулировании новых общих и узких определений в области структурированных продуктов, в предложенных подходах к их ранжированию и классификации, в выявлении места и роли структурированных инвестиционных продуктов в современной кризисной финансовой системе.

Практическая значимость заключается в определении текущих трендов развития инвестиционного рынка, его ключевых инвестиционных продуктов в России, специфики их функционирования и оценке перспектив развития. Анализ финансового рынка в разрезе гармонизации предложения и спроса позволил выявить недостающие элементы и узкие места комплекса финансовых продуктов РФ и предложить новые структурные продукты, а также разработать концепцию формирования таких продуктов на уровне домохозяйств.

Апробация работы. Отдельные положения диссертационного исследования были представлены на международных и региональных научно-практических конференциях. Практические наработки автора были внедрены в деятельность ЗАО «Биржевые технологии».

По результатам исследования опубликовано 6 работ общим объемом 2,4 п.л., в том числе две в журнале, рекомендованном ВАК.

10 Логическая структура и объем диссертации. Диссертация содержит введение, три главы, 9 параграфов, заключение, 8 таблиц, 28 рисунков, библиографический список из 118 источников. Приложение включает 2 рисунка. Общий объем работы 147 страниц.

## Сущность и значение инвестиционного продукта как инструмента рыночной экономики

Инвестиционный продукт возникает как неотъемлемый элемент инвестиционного процесса, посредством которого экономические субъекты реализуют свою предпринимательскую функцию в рамках финансового рынка. Это обстоятельство позволяет рассматривать инвестиционные продукты как составную часть механизма реализации экономическим субъектом своих ценностных предпочтений или, как принято это обозначать в экономической теории, процесса выбора варианта использования ресурсов в условиях их ограниченности. Иначе говоря, инвестиционные продукты выступают одной из составляющих системы альтернатив экономического субъекта. Именно этим определяется их экономическая природа, которую можно представить следующей квинтэссенцией — экономический субъект осуществляет (не осуществляет) инвестиции тогда и в том случае, когда (и если) альтернативные издержки приобретения инвестиционного продукта меньше выгод от вложения средств в тот или иной финансовый проект.

В зарубежной экономической литературе преобладает два мнения в понимании сущности инвестиционного рынка. Первое — это так называемая европейская модель, в соответствии с которой инвестиционный рынок отождествляется с финансовым рынком в его широком понимании. Второе — это американская модель, где инвестиционный рынок отождествляется с понятием рынка ценных бумаг (фондовым рынком), в связи с тем, что основной формой инвестиций в экономически развитых странах являются вложения в ценные бумаги.1

Существуют и другие воззрения, в которых рынок инвестиций рассматривают как место торговли инвестиционными продуктами, что подразумевает наличие инвестиционных товаров или ресурсов. Например, Дж. Розенберг характеризует инвестиционный рынок как место, где продаются ценные бумаги и другие инвестиционные продукты, и одновременно, как состояние торговли инвестиционными продуктами.2

Наиболее обобщенное определение инвестиционного рынка предлагает Л. Л. Игонина, характеризуя его как совокупность экономических отношений, форма взаимодействия субъектов инвестиционной деятельности, представляющих инвестиционный спрос и инвестиционное предложение.3

Общую схему функционирования рынка инвестиционных продуктов можно представить следующим образом [см. прил. 1].

Инвестиционный продукт представляет собой вещественное выражение услуги инвестиционного института. Инвестиционный продукт имеет осязаемую форму, предназначенную для продажи на финансовом рынке.

## Природа глобального финансового кризиса и его влияние на инвестиционные продукты

Одним из важнейших экономических явлений последнего десятилетия стала глобализация мировой экономики, проявляющаяся в финансовой сфере наиболее заметно. Глобализация усилила подвижность и неустойчивость финансовых систем, в первую очередь стран с формирующимися рынками. Очевидно, что глобализация, будучи объективным процессом, увеличивающим экономическую эффективность на общемировом уровне, может оказать и негативное воздействие как на отдельные страны, так и на общемировые процессы.

Развитие процессов глобализации в значительной мере определяется механизмом самоорганизации глобальных финансовых рынков, а роль государственного регулирования в этой области ограничена. Финансовая либерализация усиливает этот процесс, что приводит к серьезному конфликту интересов государственной власти и частных "авторитетных агентов" глобальной финансовой системы.

Механизмы, через которые участники финансовых рынков потенциально могут создавать системный риск, включают:конвергенцию стиля моделей управления рисками и инвестиционных стратегий; множественные "слои" левериджа в реализации торговых стратегий.

Основной механизм - конвергенция стиля, когда фонды с подобными моделями управления риском и торговыми стратегиями вынуждены продавать активы на определенном сегменте рынка после некоторого толчка, что ведет к системным нарушениям в функционировании рынка.

Второй механизм связан с тем, что ряд инвестиционных фондов заимствуют средства для инвестиций в другие фонды, которые сами заимствуют средства для осуществления аналогичных "транзитных" операций, и все фонды хеджируют свои позиции на рынке производных финансовых инструментов, также используя заемные средства.

Это использование левериджа особенно повышает риски, если банки в периоды ухудшения конъюнктуры рынка ограничивают ликвидность и отказывают в рефинансировании краткосрочной задолженности фондов. Возникающие потребности исполнить обязательства на кредитном рынке могут вызвать каскад закрытий торговых позиций, дестабилизируя рынки.

В исследовании МВФ также было выявлено, что нейтральная рыночная стратегия и стратегия игры на относительной стоимости, которые предполагают одновременную покупку и продажу ценных бумаг (или иного класса активов), также могут приводить к росту риска в период резких изменений доходности и часто имеют высокую корреляцию с другими классами активов.

## Анализ тенденций развития отечественного рынка структурированных продуктов

В качестве примера одного из первопроходцев отечественного рынка структурированных продуктов можно назвать ноту, привязанную к цене облигации ОАО «Газпром». Данный продукт был крайне типичен для российского рынка, поскольку совмещал в себе валютный риск рубль-доллар и процентный риск облигации ОАО «Газпром», дополненные финансовым рычагом.

Структурированные продукты со встроенным дефолтным свопом достаточно широко применялись в торговле федеральными российскими долгами в 1997-98 годах. Банк-нерезидент или дочерний иностранный банк в России выпускает структурированный продукт - номинированные в долларах США ноты на доходность российских ГКО-ОФЗ и продает их иностранным инвесторам. При этом в ноты был встроен дефолтный своп, который позволял эмитенту переложить риск дефолта по российским бумагам на владельцев лот. Размер погашения основной суммы в долларах банком-эмитентом зависел от наступления или ненаступления кредитного случая (дефолт Правительства РФ и/или реструктуризация долга). При наступлении кредитного случая, размер погашения оговаривается в соглашении о выпуске но. Обычной практикой являлась выплата финансового результата исходя из текущей рыночной цены ГКО-ОФЗ, с конвертацией по фиксированному в соглашении или рыночному валютному курсу.

Захеджировав кредитный риск, банк-эмитент должен был также застраховать валютный риск. Для этого он выступал покупателем валютных форвардных контрактов (покупал доллары против рубля).

Изъянов у данного механизма было несколько. Во-первых, хеджируя валютный риск форвардными контрактами с банками-резидентами, эмитент косвенно подвергался риску дефолта в том смысле, что при наступлении данного события резко возрастала вероятность неисполнения российскими банками своих обязательств по форвардным контрактам на продажу долларов.

Во-вторых, как показал российский дефолт 1998 года, в соглашениях об эмиссии нот было нечетко прописано определение кредитного случая и размеры выплат при его наступлении. В результате банки-эмитенты столкнулись не только с убытками от неисполнения форвардных контрактов со стороны своих российских коллег, но и с судебными разбирательствами по вопросу о величине погашения основных сумм дефолтных облигаций. К примеру, проблемой явилось отсутствие адекватных рыночных цен ГКО-ОФЗ на тот момент.

Из всех сегментов финансового рынка фондовый рынок в России наиболее восприимчив к финансовым инновациям. Это подтверждается тем фактом, что единственным относительно ликвидным рынком производных финансовых инструментов является биржевой рынок фьючерсов и опционов на акции. Причиной этого служит отсутствие излишней зарегулированности со стороны государства в отличие от валютного рынка и рынка долговых инструментов.

В этой связи, ряд российских инвестиционных институтов предлагает своим клиентам структурированные продукты, созданные для удовлетворения возникающих запросов при торговле акциями. Механизм инвестирования, основанный на следовании индексу, подразумевает выбор корзины акций, представляющей общее состояние рынка или его отдельного сектора.