Козлова Светлана Юрьевна. Формирование пассивов коммерческого банка с использованием структурированных долговых инструментов в условиях глобализации: диссертация ... кандидата Экономических наук: 08.00.10 / Козлова Светлана Юрьевна;[Место защиты: ФГАОУ ВО «Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации»], 2018.- 253 с.

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Структурированные финансовые инструменты являются важной составляющей мирового финансового рынка, так как позволяют получить высокую потенциальную доходность и в то же время представляют собой источник возникновения рыночных шоков.

Эмиссия структурированных финансовых инструментов на мировом рынке осуществляется с 1980-х гг., однако их теоретическая основа исследована не в полном объеме в связи с большим разнообразием представленных инструментов, среди которого мы предлагаем выделить структурированные долговые финансовые инструменты.

Учитывая относительную схожесть моделей организации европейского и российского финансовых рынков с преобладающей долей долговых инструментов, мы полагаем актуальным исследовать структурированные финансовые инструменты на примере европейского рынка, совокупный объем которого в 2016 г. составил 258 млрд евро (221 млрд евро без учета варрантов)1. Совокупный оборот структурированных финансовых инструментов на европейском рынке в 2016 г. составил 116,2 млрд евро 2, при этом их доля в совокупном обороте Штутгартской фондовой биржи (Brse Stuttgart) находится на уровне 42,7%, Франкфуртской фондовой биржи (Frankfurter Wertpapierbrse) – 33,7%, Швейцарской Фондовой Биржи (SIX Swiss Exchange) - 6,0%3.

Процессы глобализации способствуют росту неопределенности, что является причиной волатильности на мировых финансовых рынках. В условиях объективных процессов глобализации банкам необходимо использовать не только стандартные инструменты формирования пассивов, но и внедрять новые инструменты, позволяющие оптимизировать структуру заемных средств. В связи с волатильностью мировых финансовых рынков и цикличностью экономики

1 На 30.11.2017 совокупный объем составил 256 млрд евро (222 млрд евро без учета варрантов).

Рассчитано по: EUSIPA [Electronic resource]. - Mode of access: (дата обращения: 12.12.2017)

2 По итогам 3 кв. 2017 года совокупный оборот составил 87,2 млрд евро. Рассчитано по: EUSIPA [Electronic  
resource]. - Mode of access: (дата обращения: 12.12.2017)

3 Совокупный оборот группы Швейцарской биржи (SIX Swiss Exchange LTD и SIX Structured products Exchange  
LTD) без учета акций и паев.

вопросы оптимального привлечения заемных средств для банков становятся все  
более актуальными. С учетом возможностей международного рынка долговых  
финансовых инструментов научный интерес представляет изучение

особенностей использования финансовых инноваций, в частности

структурированных долговых финансовых инструментов как способа оптимизации процесса формирования пассивов банка.

С целью определения перспективных направлений деятельности банка,  
связанного с эмиссией структурированных долговых финансовых инструментов,  
является необходимым изучение опыта и выявление особенностей на уровне  
стран-лидеров европейского рынка структурированных финансовых

инструментов (доля Германии и Швейцарии превышает 89%) и России.

**Степень разработанности проблемы.** Рынок структурированных  
финансовых инструментов является сравнительно молодым.

Структурированные финансовые инструменты стали популярными в США в  
1980- х гг., а в Европе появились в 1990- х гг. в период снижения процентных  
ставок. Первым структурированным финансовым инструментом в Европе стал  
индексный сертификат с «привязкой» к индексу DAX, выпущенный в Германии  
в 1990 г. Несмотря на это, в научном сообществе существует множество  
подходов к определению структурированных финансовых инструментов (Р.  
Кноп, Ф. Фабоцци, М.Ю. Глухов, Я.М. Миркин и др.), что подтверждает  
сложность и многогранность данного инструмента. Результаты изучения  
качественных характеристик структурированных финансовых инструментов  
представлены в исследованиях зарубежных авторов (Б. Дёрер, Л. Йоханнинг, Р.  
Кноп, С. Уилкенс, П.А. Стоименов), а также экспертов ассоциаций,  
занимающихся анализом рынка структурированных финансовых инструментов  
в разных странах - Европейская ассоциация структурированных

инвестиционных продуктов (European Structured Investment Products Association), Ассоциация структурированных продуктов Швейцарии (Swiss Structured Products Association), Объединение производных финансовых инструментов Германии (Deutscher Derivate Verband) и др. Среди научных работ российских

ученых наиболее значимыми являются исследования М.Ю. Глухова, Д.В. Зуева, В.В. Омельченко. В представленных исследованиях проводится анализ структурированных финансовых инструментов в целом, не выделяются структурированные долговые финансовые инструменты в качестве отдельной категории. Кроме того, изучение работ вышеуказанных экономистов показало, что большинство авторов исследуют структурированные финансовые инструменты с точки зрения формирования продукта для клиента, уделяя особое внимание оценке рисковой составляющей. При этом анализ процесса формирования инструмента внутри банка-эмитента остается не раскрытым, что снижает транспарентность образования цены для участников рынка.

В работах Д.А. Литвиненко, П.А. Стоименова, О.А. Сундуковой, С. Уилкенса, Л. Шапиро произведен подробный анализ структурированных финансовых инструментов в зависимости от типа базового актива, однако отсутствует определение места структурированных финансовых инструментов среди производных финансовых инструментов.

Анализ проблемы формирования пассивов коммерческих банков проводился многими российскими (Е.В. Велик, С.М. Ильясов, О.И. Лаврушин, Г.С. Панова, Е.Е. Румянцева, К.Р. Тагирбеков и др.) и зарубежными (Ф. Аллен, Д. Гэйл, Д. Полфреман, Ф. Форд и др.) исследователями. Однако в связи с активными процессами глобализации финансовых рынков вопросы изменения структуры пассивов банков и поиска новых источников заемных средств заслуживают более пристального внимания. Таким образом, проблематика оценки возможностей конструирования параметров долговых финансовых инструментов с учетом потребностей формирования пассивов банка в условиях глобализации мировых финансовых рынков исследована неполно и требует более глубокой разработки.

**Объектом исследования** являются структурированные долговые финансовые инструменты.

**Предметом исследования** являются методы формирования банковских пассивов в условиях нестабильности, вызванной процессами финансовой глобализации.

**Цель исследования** - усовершенствовать методы оценки структурированных долговых финансовых инструментов в составе банковских пассивов, а также разработать и обосновать концептуальные подходы к их использованию для формирования ресурсной базы банка с учетом вызовов мировой экономики в условиях глобализации.

Для достижения цели исследования поставлены следующие задачи*:*

обосновать классификацию структурированных долговых финансовых инструментов;

разработать модель, позволяющую установить зависимость ставки по привлеченным средствам посредством структурированного долгового финансового инструмента для банка-эмитента и доходности, получаемой инвестором при инвестировании средств в структурированный долговой финансовый инструмент;

представить алгоритм ценообразования структурированных долговых финансовых инструментов в составе пассивов банка и выявить элементы цены для банка-эмитента и для инвестора;

на основе сравнительного анализа опыта эмиссии структурированных долговых финансовых инструментов странами-лидерами мирового рынка (Германия, Швейцария) и России определить приоритетные направления на рынке структурированных долговых финансовых инструментов;

обосновать преимущества структурированных долговых финансовых инструментов в качестве способа гарантирования банку достаточного уровня ликвидности;

разработать методику оценки влияния структурированных долговых финансовых инструментов на показатели достаточности капитала коммерческого банка в условиях глобализации финансовых рынков;

дать оценку возможности включения структурированных долговых финансовых инструментов в банковские пассивы на основе построения логистической регрессионной модели.

**Теоретической основой исследования** стали труды зарубежных и отечественных ученых по проблемам фондового рынка, банковского дела, корпоративным финансам и мировой экономики.

Анализ теории производных финансовых инструментов производился на основе исследований А.Б. Белова, Т.Б. Бердниковой, Н.И. Берзона, Т.К. Блохиной, А.Н. Буренина, А.В. Габова, В.А. Галанова, Дж. К. Халла, Е. Фамы и

др.

Большое значение при изучении вопросов финансового инжиниринга имели работы В.В. Бочарова, *ЯМ.*Миркина, А.Б. Фельдмана, Х.П. Бэра, Дж. Синки мл. и др. Для анализа общих вопросов функционирования рынка долговых инструментов использовались работы Ф. Дж. Фабоцци, Р.С. Уилсона, а изучение специфики инструментов международного долгового финансирования проводилось на основе трудов К. Бернарда, P. Бойла, Дж. Дэнга и др. Анализ сущности финансовых инноваций основывался на выводах Н.И. Берзона, М.И. Столбова, И.А. Стрелец и др.

Рассмотрение теоретических вопросов процессов глобализации проводилось на основе трудов Ф. Аллена, У. Бека, О.В. Буториной, А.С. Булатова, Д. Гейла, Р.С. Гринберга, Н.В. Загладина, В.Л. Иноземцева, Р. Робертсона, Б.Б. Рубцова, Д.В. Смыслова, Дж. Стиглица и др.

Теоретической основой исследования проблем банковского менеджмента послужили работы следующих ученых: П.В. Бывшев, Е.В. Велик, С.А. Дятлов, СМ. Ильясов, А.М. Карминский, А.М. Косой, О.И. Лаврушин, И.В. Ларионова, Г.С. Панова, М.А. Поморина, О.Ю. Порошина, Е.Е. Румянцева, К.Р. Тагирбеков, И.З. Ярыгина, Д. Полфреман, Л. Ратновски, П.С. Роуз, Ф. Форд, Р. Хуанг, и др.

Для проведения исследования использовался теоретический и практический опыт вышеназванных европейских ассоциаций, занимающихся анализом структурированных финансовых инструментов.

**Методологическая и информационная база исследования.** В процессе работы над диссертацией использовались различные методы исследования: логический метод, методы дедукции и индукции, анализа и синтеза, системный и сравнительный анализ. Для решения количественных задач применялись экономико-статистические, математические и эконометрические методы.

Для статистического обоснования исследования использованы данные официальной отчетности и аналитические обзоры зарубежных и российских коммерческих банков, данные информационных систем Bloomberg, Thomson Reuters, а также данные бирж, на которых обращаются структурированные финансовые инструменты стран-лидеров мирового рынка: Швейцарской биржи, Штутгартской фондовой биржи, Франкфуртской биржи.

**Область исследования** диссертации соответствует требованиям паспорта ВАК Минобрнауки РФ по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит»: п. 10.4. – «Проблемы обеспечения сбалансированной банковской политики в области инвестиций, кредитования и формирования банковских пассивов по всему вектору источников и резервов»; п. 10.20. -«Финансовое обеспечение банковской деятельности. Долевое и долговое финансирование банковской деятельности».

**Обоснованность** **и** **достоверность** **результатов** **исследования**

определяется углублением теоретических основ и предложением практических рекомендаций относительно использования структурированных долговых финансовых инструментов, подтвержденных комплексным теоретическим и количественным анализом с использованием методов, соответствующих поставленной цели.

**Научная новизна** работы состоит в проведении качественной и количественной оценки влияния структурированных долговых финансовых инструментов на процесс формирования пассивов банка и моделировании влияния их использования на банковскую деятельность.

**На защиту выносятся следующие положения, содержащие научную новизну:**

1. Обоснована классификация структурированных долговых финансовых инструментов на основе следующих критериев: 1) категория риска (допустимый, сверхнормативный, критический, недопустимый) на базе комплексного подхода совместной оценки нескольких мер потенциальных убытков; 2) степень защиты капитала; 3) периодичность купонных платежей; 4) наличие/отсутствие права досрочного погашения; 5) степень ограничения участия в росте базового актива; 6) кредитное качество эмитента/выпуска; 7) вид базового актива; 8) принадлежность к типу ресурсов банка. Предложенная классификация является универсальной и может найти применение в отношении инвесторов и эмитентов, будет способствовать повышению транспарентности рынка структурированных финансовых инструментов.
2. Разработана модель, позволяющая установить зависимость ставки по привлеченным средствам посредством структурированного долгового финансового инструмента для банка-эмитента и доходности, получаемой инвестором при инвестировании средств в структурированный долговой финансовый инструмент, в которой ставка заимствования для банка-эмитента и доходность для инвестора разделены на теоретическую и реальную. Выявлена их взаимосвязь с премией за принятый кредитный и рыночный риски банком-эмитентом и инвестором. Модель позволит банку-эмитенту оценить долю премии за кредитный и рыночный риски в величине совокупной ставки привлечения заемных средств при помощи структурированных долговых финансовых инструментов, а инвестору – рассчитать аналогичную долю в величине совокупной доходности, что способствует повышению эффективности управления процентным риском.
3. Представлен алгоритм ценообразования структурированных долговых финансовых инструментов в составе пассивов банка на основе нечетко-множественного подхода и метода безусловной оптимизации Хука-Дживса, который позволит сформировать справедливую цену инструмента, включающую

теоретическую цену «обеспечивающего» и «рискового» портфелей, затраты на хеджирование (стоимость хеджирующего портфеля, прогнозная ошибка хеджирования), а также прозрачную и понятную инвесторам и эмитентам цену продажи структурированного долгового финансового инструмента, состоящую из: а) справедливой стоимости инструмента; б) вознаграждения (за конструкцию, за реализацию личной инвестиционной стратегии, за успех); в) операционных расходов (комиссия банка, комиссии третьих лиц).

1. На основе сравнительного анализа опыта эмиссии структурированных долговых финансовых инструментов странами-лидерами мирового рынка (Германия, Швейцария) и России определены приоритетные направления на рынке структурированных долговых финансовых инструментов, позволяющие обосновать выбор инструмента, соответствующего интересам инвестора и эмитента, а также избежать ошибок при выпуске структурированных долговых финансовых инструментов. Выявлено преимущественное влияние внутренних факторов на развитие рынка структурированных долговых финансовых инструментов, прежде всего, динамики ставок доходности корпоративных облигаций, а также повышение интереса инвесторов к использованию в качестве базового актива инструментов, зависящих от динамики рынка акций.
2. В рамках проведенного стресс-тестирования показателя краткосрочной ликвидности обосновано, что преимущества структурированных долговых финансовых инструментов позволят банку гарантировать достаточный уровень ликвидности как «запаса». Результаты трех сценариев стресс-тестирования показали, что включение структурированного долгового финансового инструмента в состав пассивов банка обеспечивает выполнение нормативного значения показателя краткосрочной ликвидности с запасом прочности.
3. Разработана методика оценки влияния структурированных долговых финансовых инструментов на показатели достаточности капитала коммерческого банка в условиях глобализации финансовых рынков, которая позволила установить положительное влияние на коэффициенты достаточности основного капитала и совокупного капитала при выпуске структурированного

долгового финансового инструмента в форме субординированного и условно конвертируемого (CoCos) долга.

7. Дана оценка возможности включения структурированных долговых

финансовых инструментов в банковские пассивы на основе построения логистической регрессионной модели, в которой проведена градация банков в разрезе кластеров, осуществлена оценка рисков и получен ряд выводов о целесообразности использования структурированных долговых финансовых инструментов для компенсации недополученных доходов от нерентабельных направлений деятельности при переходе к новым направлениям бизнеса.

**Теоретическая значимость работы.** Полученные научные выводы вносят вклад в развитие теории производных финансовых инструментов, банковского менеджмента, создают научно-практическую основу для дальнейшего исследования множества структурированных финансовых инструментов, а также расширяют научный аппарат, что является вкладом в теорию финансовых рынков и рынка производных финансовых инструментов. На основе существующих подходов к определению структурированных финансовых инструментов усовершенствовано определение структурированного долгового финансового инструмента, которое отражает специфические характеристики и свойства данной категории инвестиционного инструмента как результата финансовых инноваций, раскрывает его природу в многообразии производных финансовых инструментов.

Структурированный долговой финансовый инструмент определен как  
производный финансовый инструмент, конструируемый с учетом

инвестиционного профиля инвестора и потребностей эмитента, выпущенный в виде долгового финансового инструмента, механизм формирования выплат по которому зависит от состояния характеристик базового актива и может быть ограничен наличием дополнительных условий, таких как возможность досрочного погашения обязательства, изменения отдельных параметров в течение срока обращения бумаги и др., представляющий собой результат

инновационной деятельности эмитентов в условиях глобализации финансовых рынков.

**Практическая значимость работы.** Основные положения и выводы  
исследования могут быть использованы как российскими, так и зарубежными  
банками при конструировании структурированных долговых финансовых  
инструментов для расширения участия на мировых финансовых рынках и  
эффективного формирования банковских пассивов в условиях глобализации.  
Представленные в работе концептуальные подходы могут способствовать  
принятию как банком, так и инвестором инвестиционных решений,  
соответствующих их инвестиционной стратегии, не выходя за границы рисков,  
которые они готовы нести. Кроме того, предложенные элементы процесса  
ценообразования структурированных долговых финансовых инструментов  
могут быть использованы для повышения прозрачности рынка

структурированных финансовых инструментов и, как следствие, увеличить его привлекательность для инвесторов.

Материалы исследования могут использоваться в образовательных целях при преподавании учебных дисциплин: «Деньги, кредит, банки», «Банковский менеджмент», «Банковское дело», «Инвестиционный банковский бизнес» и др.

**Степень достоверности результатов.** Достоверный характер выносимых  
на защиту выводов и рекомендаций подтверждается проведенным

количественным, статистическим, регрессионным анализом актуальных данных, изучением исследований научных трудов российских и зарубежных учёных.

**Апробация результатов исследования.** Основные выводы и положения диссертации представлены в девяти статьях автора, а также в материалах российских и международных конференций (общим объемом 4,0 п.л.), в том числе в пяти работах в журналах из перечня рецензируемых научных изданий ВАК Минобрнауки РФ.

Структура диссертации обусловлена поставленной целью и задачами и включает введение, три главы, заключение, список литературы, материалы