Кожин Кирилл Валентинович. Структурные продукты на российском рынке производных финансовых инструментов : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2005 159 c. РГБ ОД, 61:05-8/4174

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. МЕСТО И РОЛЬ СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ НА РЫНКЕ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ 9

1.1. Экономическая природа производных финансовых инструментов 9

1.2. Правовые основы обращения производных финансовых инструментов 30

1.3. Структурные продукты как инструмент рынка производных финансовых инструментов

ГЛАВА II. ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ СОВРЕМЕННОГО РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ

ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ 54

2.1. Особенности структуры и регулирования мировых рынков деривативов .... 54

2.2. Становление срочного рынка в России 70

ГЛАВА III. ПЕРСПЕКТИВЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ В

УСЛОВИЯХ РОССИИ 91

3.1. Механизм финансового структурирования 91

3.2. Анализ практики применения структурных продуктов на российском финансовом рынке

3.3. Обоснование преимуществ и недостатков структурных продуктов на основе плечевой ноты 120

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 129

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 136

ПРИЛОЖЕНИЕ 1 153

ПРИЛОЖЕНИЕ 2 155

ПРИЛОЖЕНИЕ 3 156

**Введение к работе**

В настоящее время главной характеристикой развития мировой экономики является процесс глобализации. Наряду со множеством положительных моментов, эта тенденция привносит в жизнь всех хозяйствующих субъектов, начиная от транснациональных корпораций и заканчивая малым бизнесом, новые риски. Любой бизнес подвержен различным видам рисков, в том числе финансовым. Среди них немаловажную роль играют валютный и процентный риски. Повышение скорости движения капитала и увеличение его объема оказывают серьезное давление на валютные курсы всех без исключения стран. Все нарастающее усиление роли заемного капитала приводит к росту зависимости мировой конъюнктуры от колебаний процентных ставок. Унификация и либерализация таможенного законодательства приводит к воздействию процессов глобализации и интеграции на товарные рынки многих стран.

Вследствие этого, все участники мировой экономики вынуждены работать в новых условиях. Возрастание степени рискованности ведения бизнеса требует применения адекватных средств устранения, или по крайней мере снижения, этих рисков. Одним из таких средств являются срочные контракты, то есть сделки, момент исполнения которых приурочен к определенному моменту в будущем, а цена зафиксирована в настоящем. В основе срочной сделки может лежать товарный или финансовый актив. В последнем случае такие контракты получили название производных финансовых инструментов, а в мировой практике они известны под названием деривативы (от англ. derivative - производный).

Дальнейшее усложнение финансовых взаимоотношений участников мировых рынков сделало неизбежным возникновение инструментов, страхующих одновременно от нескольких рисков или синтезирующих комплексную финансовую стратегию. Данные финансовые технологии или структурные продукты были предложены на рынок в массовом порядке лишь с начала 1990-х годов. Они стали следующим шагом на пути развития производных финансовых инструментов, так как последние лежат в основе любого структурного продукта. Прошедшее десятилетие продемонстрировало необходимость применения структурных продуктов в работе финансового менеджера или финансового инженера, работающего на мировом финансовом рынке.

**Актуальность и разработанность темы исследования.**Несмотря на резкий рост на мировом финансовом рынке объема торговли производными инструментами, а затем и структурными продуктами, в России срочный рынок не получил должного развития. Это стало одной из причин отсутствия в отечественной экономической литературе масштабных теоретических и прикладных разработок по данной теме. Российские авторы в своих работах по данной теме рассматривают в основном отдельные вопросы рынка производных инструментов - либо организацию срочной торговли, либо проблемы ценообразования, либо историю развития российского рынка. В то же время неразработанными остаются многие вопросы исследования экономической сущности срочного рынка, перспектив и закономерностей его развития, причин стагнации российского рынка производных инструментов, правовой оценки механизмов его функционирования, возможностей использования российских деривативов для хеджирования и спекуляции, структурных продуктов как нового этапа развития рынка производных инструментов. Причины существующего положения объективны: молодость российской экономики, отсутствие необходимой статистической базы, информационная непрозрачность многих сегментов финансового рынка. Более того, структурные продукты как объект исследования отсутствуют в российской экономической литературе. По этой причине исследование строилось преимущественно на данных по конкретным межбанковским сделкам, которые были доступны автору вследствие его практической деятельности.

По мнению многих экспертов, структурные продукты - это будущее международных финансов.

Все вышесказанное подтверждает актуальность и неразработанность выбранной темы.

В процессе работы использовались труды ряда зарубежных и отечественных экономистов, внесших значительный вклад в исследование рынка производных финансовых инструментов, а также создания и применения структурных продуктов. Наибольшего внимания заслуживают работы зарубежных авторов: Ф. Блэка, Дж.О. Граббе, Н. Калдора, Дж.М. Кейнса, Ш. Ковни, Р.У. Колби, С.С. Майерса, Л.Г. Телсера, Р. Хадсона, Дж. Хикса, М. Шолеса, а также работы

отечественных ученых: А.Н. Буренина, В.А. Галанова, А.В. Кавкина, О.А. Кандинской, Б.Б. Рубцова, А.Б. Фельдмана, М.В. Чекулаева, А.С. Шведова и других. Кроме того, с точки зрения исследования прикладного применения структурных продуктов, крайне ценны монографии Д. Халла (J. Hul 1), Ш. Натенберга (Sh. Natenberg), С. Даса (S. Das) и Н. Талеба (N. Taleb).

**Цели и задачи исследования.**Целью работы является обоснование концептуального подхода к использованию производных финансовых инструментов для создания комплексных финансовых технологий в виде структурных продуктов и разработка предложений по применению структурных продуктов для управления рисками на российском финансовом рынке.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

1. Систематизировать признаки и функции производного финансового инструмента на основе анализа его экономической природы
2. Выявить тенденции развития рынка производных финансовых инструментов на основе исследования процесса его эволюции; рассмотреть роль государства как регулирующего органа данного рынка
3. Определить роль и значение структурных продуктов как финансовых технологий, используемых для решения комплексных задач широким кругом участников
4. Проанализировать состав и взаимосвязь базовых элементов финансового структурирования
5. Обобщить опыт создания и обращения структурных продуктов на российском финансовом рынке, а также правовую базу российского срочного рынка
6. Разработать научно-методические основы применения структурных продуктов для хеджирования ценовых рисков в России

**Объект и предмет исследования.**Объектом исследования выступает сегмент структурных продуктов российского рынка производных финансовых инструментов. Предметом диссертационной работы является комплекс теоретических и практических вопросов, связанных **с**возникновением и функционированием рынка структурных продуктов.

**Информационная база исследования.**Исследование строилось на основе научных публикаций отечественных и зарубежных авторов и периодики по

вопросам финансовых рынков в целом, и рынка производных финансовых инструментов в частности. Кроме этого, в работе использовались бюллетени, доклады и отчеты бирж, банков и других финансовых организаций, материалы мировых и российских информационных агентств REUTERS, DOW JONES, BLOOMBERG, INTERFAX, TELERATE, «РосБизнесКонсалтинг», AK&M, «Финамркет» и другие. Использовались правила биржевой торговли и спецификации срочных контрактов Московской межбанковской валютной биржи, Санкт-Петербургской валютной биржи, Российской торговой системы, Чикагской товарной биржи и других. Использовались статистические данные с интернет-сайтов Банка международных расчетов, Международного валютного фонда, Мирового банка и других. Серьезную помощь в написании диссертации оказали материалы конференций и семинаров по производным инструментам, организованных Международной ассоциацией финансовых рынков (2002 год), банком Standard Chartered Bank (2003 год), срочной секцией РТС (2004 год), Euromoney (2005 год) в которых автор принимал участие.

В ходе написания диссертационной работы были использованы общенаучные методы исследования, такие как, логический и сравнительный анализ, синтез, дедукция, индукция, системный подход. Само исследование базируется на современном уровне развития и выводах экономической науки, нашедшем свое отражение в трудах ее ведущих ученых.

**Научная новизна исследования**состоит в обосновании необходимости и возможности использования структурных продуктов на российском финансовом рынке и разработке механизма их создания с помощью производных финансовых инструментов.

К основным результатам работы, отличающимся существенными элементами научной новизны, относятся следующие:

Предложен новый концептуальный подход к трактовке экономической природы производного финансового инструмента на основе комплексного анализа предмета исследования с экономической, исторической и правовой точек зрения

Систематизированы особенности возникновения, функционирования и регулирования рынка деривативов и выявлены тенденции его дальнейшего развития

Обоснована возможность широкого применения на российском финансовом рынке торговых стратегий с использованием структурных продуктов

Предложены направления совершенствования российской нормативно-правовой базы с целью присвоения законодательного статуса производным финансовыми инструментам и структурным продуктам; обобщен западный опыт правового регулирования

Составлена классификация структурных продуктов, обращающихся на российском финансовом рынке по видам, участникам сделок и решаемым задачам.

Разработаны схемы количественной оценки экономической целесообразности применения структурных продуктов для хеджирования, спекуляции и арбитража российскими участниками финансовых рынков.

**Практическая значимость результатов исследования**заключается в развитии теоретических положений по вопросам исследования сущности производного финансового инструмента, а также в разработке предложений по формированию правовой и регулятивной базы российского рынка производных финансовых инструментов и структурных продуктов. Описание технологии разработки структурных продуктов, а также систематизация имеющихся на российском рынке структурных продуктов **с**количественной оценкой их преимуществ и недостатков для хеджирования, спекуляции и арбитража позволит ознакомиться участникам рынка с функционированием данного сегмента, а в дальнейшем, возможно, применять разработанные механизмы в своей непосредственной работе. В-третьих, отдельные положения работы могут использоваться в учебном процессе в экономических высших учебных заведениях в ходе преподавания дисциплин, изучающих мировую и российскую финансовые системы, финансовый менеджмент и финансовый инжиниринг, а также вопросы хеджирования рисков.

Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и трех приложений.

Во **введении**обосновывается актуальность темы диссертации, оценивается степень разработанности проблемы, определяются основная цель и задачи исследования.

**В первой главе**«Место и роль структурных продуктов на рынке производных финансовых инструментов» рассматриваются теоретические основы функционирования рынка деривативов, экономическая сущность, признаки и функции производных финансовых инструментов, правовое положение классических видов деривативов российском и зарубежном праве, а также описание структурных продуктов и классификация по видам решаемых задач.

**Вторая глава**«Проблемы развития современного рынка производных финансовых инструментов» посвящена описанию особенностей структуры и регулирования срочного рынка в развитых странах и изучению опыта становления рынка производных инструментов в России.

**Третья глава**«Перспективы применения структурных продуктов в условиях России» посвящена одному из направлений финансового инжиниринга - созданию на основе производных финансовых инструментов комплексных финансовых схем, получивших название структурных продуктов. В главе рассматривается механизм финансового структурирования, а также впервые систематизируются и количественно анализируются структурные продукты, обращающиеся на российском финансовом рынке. По итогам исследования сделан вывод о немногочисленности как самих продуктов, так и участников данного рынка. Дальнейшее развитие отечественного рынка, его интеграция в мировую финансовую систему, чему непосредственно способствует индустрия структурных продуктов, усиливающая мобильность и гибкость движения капитала, с неизбежностью приведут к развитию данного сегмента и спросу на специалистов в этой области.

**Заключение**ставит перед собой задачу систематизации выводов и предположений, возникших в ходе решения поставленных в работе задач и позволяющих достичь цели диссертационной работы.

**Апробация работы.**По теме диссертации опубликовано пять работ общим объемом свыше четырех печатных листов.

## Экономическая природа производных финансовых инструментов

Поскольку структурные продукты являются следующим этапом развития рынка производных финансовых инструментов и строятся на их основе, нам необходимо прежде всего ознакомиться с самими производными финансовыми инструментами (деривативами).

Многообразие инструментов и технологий, обращающихся на мировом финансовом рынке требует построения системы критериев отнесения финансового инструмента в разряд производных. Полученная система будет использована в дальнейшем при анализе экономической сущности данного явления и его функций. Необходимо отметить, что в последующем изложении представлено авторское понимание теоретических аспектов рынка производных инструментов на основе анализа работ экономистов-классиков (Дж.М. Кейнса, Дж. Хикса, Н. Калдора), современных правовых трактовок тех или иных понятий, а также связи предлагаемых дефиниций с практическим функционированием рынка производных финансовых инструментов.

К признакам производных инструментов мы относим следующие характеристики. Отнесение финансового инструмента к категории производных требует наличия всех трех характеристик.

Признаки производных инструментов:

1. Обладают свойством производности

2. Обладают свойством срочности

3. Организация торговли строится на основе финансового рычага

Под свойством производности мы понимаем непосредственную или опосредованную зависимость цен, условий и правил торговли, системы расчетов рынка производных инструментов от спот-рынка базисного актива. Однако тот факт, что цена дериватива зависит от цены базисного актива, не дает основания относить признак исключительно к производным инструментам. Цена любого актива зависит от стоимости его составляющих, и в такой трактовке любой актив можно представить как производный инструмент.

Под свойством срочности мы понимаем протяженность исполнения сделки и расчетов по ней во времени. Это важнейший признак, так как в основе производного инструмента обязательно лежит срочная сделка. Однако далеко не все срочные сделки можно назвать производными инструментами.

Принцип организации торговли на основе финансового рычага тоже не относится исключительно к рынку производных финансовых инструментов. Услуги маржинальной торговли как на рынке акций, так и на валютном рынке предоставляют многие брокерские компании и кредитные учреждения. Возможность маржинальной торговли на фондовом рынке закреплена нормативными актами, в том числе и в России.

Говоря о финансовом рычаге в отношении производных инструментов, мы подразумеваем не только биржевую торговлю, где требуется внесение небольшого процента от величины номинального обязательства в качестве начальной маржи. Внебиржевые деривативы вообще не имеют денежного обеспечения исполнения обязательств контрагентами и можно вести речь о неограниченном финансовом рычаге1. Чтобы избежать такого рода рисков, мировой финансовый рынок выработал правила заключения сделок с производными инструментами с обеспечением. Чаще всего обеспечением выступает залог. Но как правило, стоимость залога значительно меньше стоимости обязательства по основной сделке, а следовательно, можно говорить о том же самом финансовом рычаге.

## Особенности структуры и регулирования мировых рынков деривативов

Исторически первыми производными инструментами стали товарные

деривативы. Наиболее часто упоминаемая дата - это середина XIX века -основание в США Чикагской торговой палаты (Chicago Board of Trade, СВОТ) и начало торговли фьючерсными контрактами на сельскохозяйственные товары. Однако есть и более ранние свидетельства существования срочной товарной торговли. К примеру, А.Б. Фельдман отмечает наличие срочной торговли на биржах Голландии и Англии уже в начале XVII века29. Справедливым кажется утверждение, что в разных странах развитие рынка производных инструментов (пока только биржевого) зависело от общего развития финансового рынка, которое, в свою очередь, зависело от развития экономики. Период с XVII по XIX века характеризуется развитием промышленного или индустриального капитализма. Усложнение рыночных отношений, связанных с оборотом произведенной продукции породило спрос на новые инструменты, позволяющие снизить некоторые рыночные риски. Основным риском на тот момент был ценовой риск, и сельскохозяйственные товары с их сезонными циклами больше всего были подвержены этому риску. Поэтому появление производных, базисными активами которых стали сельскохозяйственные товары, стало вполне закономерным явлением.

Дальнейшее развитие экономики привело к выходу на первый план новых рисков: валютного, процентного и кредитного. Крах системы золотого стандарта во время Первой мировой войны мог бы стать причиной появления валютных производных уже в то время, но общая экономическая нестабильность и, как следствие, снижение внешнеторгового оборота стран задержали процесс появление нового сегмента финансового рынка. А создание в 1944 году Бреттон-Вудской валютной системы и ее существование до начала 1970-х годов свело на нет валютные риски участников внешнеэкономической деятельности. Процентные и

Фельдман А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты. кредитные риски, конечно, существовали, однако в то время еще не набрал силу процесс создания так называемой долговой экономики, который резко усилил роль рынков ссудных капиталов - финансовых рынков. Данная тенденция характерна для перехода экономики на новую стадию развития - постиндустриальный этап.

Послевоенный экономический подъем в странах Западной Европы и Японии, появление в 1960-х годах рынка евроблигаций стали предпосылками к возникновению рынка производных финансовых инструментов в дополнение к уже существовавшим долгое время товарным контрактам. А дал старт их появлению экономический кризис начала 1970-х годов, повлекший за собой усиление волатильности валютных курсов и процентных ставок.

Первыми появились фьючерсы и опционы на акции и валюту, вслед за ними возникли процентные фьючерсы. Параллельно с этим быстрыми темпами развивался внебиржевой рынок производных инструментов и именно на нем в начале 1980-х появились свопы - еще один вид производных финансовых инструментов. В 1990-х годах рынок дополнился кредитными деривативами и экзотическими опционами. Данные инструменты позволили страховать кредитные риски, чего классические финансовые производные сделать были не в состоянии.

Дальнейшее развитие рынка производных строится на основе потребностей финансового инжиниринга. На настоящий момент такая потребность проявляется в создании различного рода структурных продуктов - комплексных финансовых схем, состоящих из нескольких простых финансовых инструментов.

Развитие экономики и переход ее с одной стадии на другую смещает акценты хозяйствующих субъектов. Одним из немаловажных элементов бизнес-среды выступают риски. На разных стадиях экономики главенствующую роль играют различные виды рисков. Усиление роли финансового рынка в жизни всех экономических субъектов приводит к возникновению спроса на инструменты страхования финансовых рисков. Так происходит возникновение производных финансовых инструментов. С этой точки зрения понятна неразвитость российского срочного рынка, так как нет спроса со стороны экономических субъектов на страхование рисков. Отсутствие спроса на производные финансовые и товарные инструменты в России связано с низкой ролью финансового рынка в экономике страны.

class3 **ПЕРСПЕКТИВЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ В**

**УСЛОВИЯХ РОССИИ** class3

## Механизм финансового структурирования

Граница между структурными продуктами и кредитными деривативами в современном финансовом мире очень размыта. Финансовый инжиниринг использует для решения поставленных задач любые инструменты и схемы. Часто в структурный продукт встраиваются различного рода кредитные деривативы.

Количество кредитных деривативов достаточно велико и продолжает увеличиваться. Существуют различные классификации. Мы затронем лишь несколько из них, наиболее широко применяемых: дефолтные свопы (Default Swaps) и связанные кредитные ноты (Credit-Linked Notes), а также российское изобретение - сертификаты участия в кредите (Loan Participation Notes). Кроме этого, мы рассмотрим понятие института «Целевых компаний» (Special Purpose Vehicle, SPV), а также механизм секьюритизации и процесс эмиссии структурных продуктов.

«Целевая компания» (SPV) - это юридическое лицо, созданное для реализации конкретного проекта. В большинстве случаев «целевые компании» создаются в офшорных юрисдикциях. SPV позволяет отделить конкретный кредитный риск (выражаемый эмитируемыми ценными бумагами) от риска самого эмитента. В классической схеме, продавец активов создает SPV и передает (продает) ему секьюритизируемые активы. SPV эмитирует ценные бумаги, обеспеченные купленными активами и на вырученные от продажи средства расплачивается с первоначальным продавцом

Преимущество SPV заключается в том, что компания не отвечает по обязательствам продавца активов (своего учредителя) и наоборот. Создается SPV в виде корпорации или партнерства.

Как правило, требования и обязательства SPV не включаются в консолидированную отчетность «материнской» компании. Но риски, ценные бумаги, эмитированные SPV и оставленные на балансе «материнской» компании, а также сделки между SPV и компанией-учредителем с производными финансовыми инструментами (например, процентные свопы) присутствуют в отчетности и являются предметом регулирования и контроля.

Помимо использование SPV в процессе секьюритизации, возможно много других прикладных применений. К примеру, российские компании для выхода на международный рынок капитала с программами выпуска еврооблигаций, связанных кредитных нот (CLN), сертификатов участия в кредите (LPN) широко применяют институт «целевых компаний». Это позволяет обойти существующие для резидентов РФ ограничения и сложности при выходе на международный рынок капиталов. Иногда используется более сложная схема, когда SPV учреждается крупным западным андеррайтером.

Дефолтные свопы и связанные кредитные ноты объединены в одну группу как кредитные деривативы. Однако между ними существуют различия. Одно из них заключается в процедуре учета. Дефолтные свопы учитываются на забалансовых счетах. Кредитные ноты отражаются в балансе. Дефолтный своп представляет собой совокупность требований и обязательств, кредитная нота - это ценная бумага.

Дефолтные свопы часто встраиваются в процентные структурные продукты. Связанные кредитные ноты наоборот не редко выступают основой для создания структурных продуктов путем добавления дополнительных параметров.

Дефолтный своп (кредитный дефолтный своп, Credit Default Swap) - это двустороннее соглашение, по которому одна из сторон (покупатель) производит периодические платежи второй стороне (продавцу) в обмен на право получить платеж, обусловленный наступлением оговоренного кредитного случая по указанному активу (Reference asset).

Периодичность платежей определяется соглашением, но обычно они производятся на ежеквартальной или ежегодной основе. Активом, который выступает предметом сделки своп, может быть облигация (либо корзина облигаций) или предоставленный кредит (группа кредитов).