

УДК 330.837

ПОХІДНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ У СТРАТЕГІЧНИХ РІШЕННЯХ МІЖНАРОДНОГО МЕНЕДЖЕРА

О. Саніна, О. Санін

*Львівський національний університет імені Івана Франка
м. Львів проспект Свободи, 18
e-mail: sanina@ukr.net*

*Стаття присвячена похідним фінансовим інструментам строкового ринку та вдосконаленню їх використання менеджерами в Україні.
Ключові слова: похідний фінансовий інструмент, фінансова інженерія.*

Однією з основних характеристик міжнародної економіки на сучасному етапі розвитку є фінансова криза. Відповідно, завдання фінансового менеджера полягає в управлінні формуванням, розподілом і використаннім фінансових ресурсів суб'єктів господарювання та оптимізації обігу їх грошових коштів на світовому ринку. Одним із інструментаріїв фінансового управління можна вважати використання похідних фінансових інструментів. Значною проблемою на мікро рівні для фінансових менеджерів українських фірм, банків та інших інституцій є відсутність системних знань щодо фінансових інструментів, використовуючи які можна ефективно управляти грошовими потоками та фінансовими ризиками. Найбільше це стосується строкових похідних фінансових інструментів, які належать до найскладніших інновацій. Натомість на зарубіжних фінансових ринках відбувається потужний інноваційний прорив у розвитку фінансової теорії та практики. Зауважимо, що десять років тому європейського ринку похідних фінансових інструментів не існувало, а сьогодні за своїми обсягами він переважає аналогічний ринок США, який функціонує більше 150 років.

Поведінка фінансових менеджерів, прийняття ними рішень, а отже, і розвиток самого ринку похідних фінансових інструментів обумовлені безліччю факторів, що умовно можна підрозділити на дві групи. По-перше, це зовнішні, стосовно окремого фінансового менеджера, фактори - фактори оточення, над якими він не має контролю, але які безпосередньо впливають на показники діяльності. І, по-друге, внутрішні, стосовно фінансового менеджера, фактори [1, с.49].

Під дією цих груп факторів важливого значення набуває самостійна галузь фінансової діяльності по створенню нових фінансових продуктів та інноваційних фінансових інструментів, спроможних зробити ринок більш стабільним та прогнозованим. Цю галузь називають фінансовою інженерією (*financial engineering*).

Одним із перших дослідників цієї сфери на зарубіжних фінансових ринках був Дж. Фіннерті [2]. Особливої уваги заслуговують фундаментальні роботи В. Бансала і Дж. Маршала [1] та Л. Галіца [3]. У вітчизняній науці ця галузь ще недостатньо вивчена, оскільки вона є відносно новою.

Термін „фінансова інженерія” вперше з’явився у фінансовій літературі у кінці 80-х рр. ХХ ст. До цього часу на міжнародному фінансовому ринку вже утвердились похідні фінансові інструменти, а також отримали широке застосування різні інноваційні види цих інструментів.

Фінансова інженерія включає в себе проектування, розробку і реалізацію інноваційних фінансових інструментів і процесів, а також творчий пошук нових підходів до розв’язання проблем в області фінансів [2, р.16]. Під фінансовою інженерією розуміють не просте використання уже існуючих фінансових інструментів, а створення нових чи хоча б їх комбінацій, стратегій, спрямованих на досягнення певних результатів. Результатами фінансової інженерії є нові фінансові продукти та інноваційні фінансові інструменти. Відтак, суб’єктами (фінансові менеджери) фінансової інженерії виступають фінансові інженери (інвестиційні банки, фондові біржі, інвестиційні фонди, банківські установи) а об’єктами – інноваційні фінансові інструменти, продукти, процеси, нові фінансові технології. До інноваційних фінансових інструментів зарубіжні вчені та практики відносять форварди, ф’ючерси, опціони, свопи, їх синтетичні та гібридні комбінації.

Фінансові інженери (фінансові менеджери) мають на меті знизити ризик з метою отримання більшого прибутку. Інноваційні фінансові інструменти використовують як для управління грошовими потоками, так і для управління фінансовими ризиками, які суттєво виросли в умовах цінової нестабільності на сучасних фінансових ринках. Фінансова інженерія передбачає вивчення процесу проектування, вироблення та реалізації інноваційних фінансових інструментів та технологій для вирішення складних проблем управління фінансами.

Зауважимо, що сьогодні немає єдиної концепції, щодо відмінності між „фінансовою інновацією” та „фінансовою інженерією”. Будемо вважати, що фінансова інженерія – це процес створення фінансових інновацій. Останні виникають шляхом удосконалення фінансових продуктів або впровадження абсолютно нових, які повністю змінюють управлінські технології на фінансових ринках. Фінансові інновації – це процес, який проявляється через розвиток фінансового ринку в цілому.

Сутність похідних фінансових інструментів виявляється через виконання ними важливих функцій. Загальною економічною функцією є створення і забезпечення руху фіктивного капіталу [4].

Ринок похідних фінансових інструментів підвищує ефективність функціонування всього фінансового ринку. Зокрема, по-перше, похідні фінансові інструменти відкривають фінансовим менеджерам нові можливості для управління ризиком економічної діяльності.

По-друге, фінансові менеджери можуть використовувати похідні фінансові інструменти з метою спекуляції. Спекулянт бере на себе всі ризики, прагнучи отримати максимальний прибуток.

По-третє, ринок похідних фінансових інструментів відкриває нові можливості для арбітражу.

По-четверте, похідні фінансові інструменти відкривають інвестиційні можливості, які не можна здійснити будь-яким іншим способом.

По-п'яте, похідні фінансові інструменти дозволяють легко і за відносно низької вартості використовувати ефект фінансового рычага (*leverage*).

По-шосте, інструменти ф'ючерсного ринку знижують трансакційні витрати.

По-сьоме, ф'ючерсний ринок виконує інформаційну функцію. Більшість інструментів задіяні у аналізі чи проведенні грошової політики, постійно аналізується інформація закладена у цінах фінансових активів. Завдяки властивостям похідних фінансових інструментів націленість на майбутні події, їх ціни відображають сподівання учасників ринку про динаміку базового активу у майбутньому.

Фінансові продукти на світових ринках прийнято називати фінансовими інструментами. Наведемо деякі визначення цього поняття. Фінансовий інструмент – це будь-який договір в результаті якого одночасно виникає фінансовий актив у одної компанії та фінансові зобов'язання у іншої [5, с.7]. Фінансові інструменти – це товари та послуги фінансових інститутів, що стають доступними для клієнтів завдяки супутнім та підтримуючим товарам. У 90-х роках ХХ ст. фінансові інструменти стали об'єктами біржової торгівлі. Причому настільки широко застосовуються, що для їх обігу були створені спеціалізовані біржі [6, с.65].

Отже, похідним фінансовим інструментом є інструмент:

– вартість якого змінюється в результаті зміни процентної ставки, ціни товару чи цінного паперу, обмінного курсу, індексу цін чи ставок, кредитного рейтингу чи кредитного індексу та інших змінних;

– для придбання якого необхідні невеликі початкові інвестиції порівняно з іншими інструментами, ціни на які аналогічним чином реагують на зміни ринкової кон'юнктури;

– розрахунки по яких відбуваються у майбутньому.

Похідний фінансовий інструмент – стандартизований, терміновий договір, згідно з якого його власнику надається право через певний термін, на заздалегідь визначених умовах здійснити операції з зазначеним у договорі базисним активом.

У свою чергу В. А. Галанов виокремлює специфічні властивості похідних фінансових інструментів [7, с.30]:

– інструменти використовуються не з метою купівлі/продажу базового активу, а з метою отримання прибутку через різницю в цінах, використовуючи незначні інвестиції;

– інструменти є результатом свідомого, ціленапрявленого конструювання на основі високо розвинутої економічної теорії.

На особливу увагу заслуговують дослідження професора Московського державного університету А.Фельдмана, який слушно підкреслив, що „похідні

фінансові інструменти базуються на фундаментальних фінансових відносинах (кредит, позика, акція тощо), доповнюють та розвивають їх, використовують нові за змістом угоди. У даний час конструювання, запуск та організація обігу похідних інструментів є самостійною галуззю фінансової діяльності” [4, с.45]. В числі перших А. Фельдман звернув увагу на те, що і у країнах розвинутого ринку, де строковий ринок функціонує особливо успішно, зберігається невизначеність у виявленні суті та понятійному апараті цих ринкових явищ.

Повністю погоджуючись із цією думкою, слушно підкреслити той факт, що більшість відомих зарубіжних вчених-теоретиків фінансових ринків та ф'ючерсних зокрема, як правило, не дають визначення цим поняттям, сприймаючи їх як давно відомі, або такі, сутність яких не потребує пояснень. Такий підхід може бути виправданим для підручників та монографій зарубіжних авторів, де уже впродовж багатьох десятиліть формується та удосконалюється законодавча база, і зовсім не прийнятним для наших умов, коли основні ринкові відносини лише починають втілюватися у законах [8, с.22].

В якості похідних інструментів у зарубіжних джерелах використовують термін „деривативи” (з англ. *derivatives*, з нім. *derivate*) та „похідні цінні папери” (з англ. *derivate securities*) [9, р.1]. Як правило ці поняття використовуються як синоніми. Звідси і походять україномовні кальки „деривативи” та переклад цього терміну „похідні цінні папери”. У своїй монографії Джон Халл уточнює визначення і наголошує, що „дериватив чи похідний цінний папір – це фінансовий інструмент, вартість якого залежить від вартості інших, більш первісних базових змінних” [9, р.1].

У вітчизняній нормативно-правовій базі також відсутня єдність у використанні поняття „похідний фінансовий інструмент”. Частково у Законі „Про оподаткування прибутків підприємств” використовується термін „дериватив”, на думку авторів Закону „дериватив” – стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах у майбутньому [10].

Фінансові інструменти можна класифікувати, беручи ціноутворення на фінансовий інструмент та строк виконання контрактів. Виходячи із першої ознаки фінансові інструменти класифікують на реальні (основні, базові) ціни або курси на які визначаються на ринку через взаємодію попиту й пропозиції, та похідні, ціни на які є похідними від цін базового активу.

За формою реалізації розрізняють поставку (*delivery*) та розрахунок грошовими засобами (*cash settlement*). В першому випадку мова йде про похідні інструменти поставки, а у другому – розрахункові. Під поставкою розуміють зміну власника базового активу шляхом передачі чи виконання процедури ререєстрації прав власності. У випадку розрахункових похідних інструментів виконання зводиться до перерахунку однією стороною грошової суми іншій.

Отже, за способом виконання контракту розрізняють такі похідні фінансові інструменти:

- з фізичним постачанням базового активу (*physical delivery*);

– розрахункові інструменти (*cash settlement*).

Похідні фінансові інструменти в залежності від базового активу поділяються на [12]:

– товарні – похідні фінансові інструменти на сільськогосподарську і лісову продукцію, електрику, нафту і нафтопродукти, натуральний газ, метали й інші товарні активи;

– фондові – похідні фінансові інструменти на акції, облігації, інші цінні папери, а також на фондові індекси;

– валютні – похідні фінансові інструменти на валютні цінності;

– процентні – похідні фінансові інструменти, що мають у своїй основі процентні ставки по корпоративних або державних боргових зобов'язаннях, депозитах, міжбанківським кредитам.

Утім, цієї класифікації не відкидає і Закон України „Про оподаткування прибутків підприємств”, де [10]:

а) фондовий дериватив – стандартний документ, який засвідчує право продати та/або купити цінний папір на обумовлених засадах у майбутньому. Правила випуску та обігу фондових деривативів встановлюються державним органом, на який покладаються функції регулювання ринку цінних паперів;

б) валютний дериватив – стандартний документ, який засвідчує право продати та/або купити валютну цінність на обумовлених засадах у майбутньому;

в) товарний дериватив – стандартний документ, який засвідчує право продати, та/або купити біржовий товар (крім цінних паперів) на обумовлених стандартних засадах у майбутньому. Правила випуску та обігу товарних деривативів устанавлюються органом, на який покладаються функції регулювання товарного біржового ринку.

Таку класифікацію більшість фахівців та науковців вважають основною.

У залежності від ринків функціонування похідних фінансових інструментів розрізняють:

– біржові інструменти (*exchange traded instruments*) – в основному ф'ючерси і біржові опціони;

– позабіржові (*over-the-counter instruments*) – форварди, позабіржова частина опціонів, свопи.

Підсумовуючи вище сказане зведемо види похідних фінансових інструментів у табл. 1.

Однак, можна зустріти і інші підходи до класифікації. Зокрема, у зарубіжній практиці фінансові інструменти вчені поділяють на п'ять груп [11, с.45]:

1. Часткові цінні папери (акції та сертифікати інвестиційних фондів).

2. Боргові зобов'язання (облігації, казначейські зобов'язання, комерційні папери, векселі, депозитні сертифікати).

3. Похідні фінансові інструменти (форварди, ф'ючерси, свопи, опціони).

4. Гібридні інструменти (конгломерати простих інструментів, наприклад гібрид процентних та валютних інструментів).

5. Синтетичні інструменти (опціон на ф'ючерсний контракт, двовалютна облігація, синтетична акція тощо) [6, с.66].

Таблиця 1.

Класифікація похідних фінансових інструментів

Ознака класифікації	Похідні фінансові інструменти
За формою	форварди, ф'ючерси, свопи, опціони
За базовим активом	товарні, фондові, валютні, процентні
За способом виконання контракту	з фізичним постачанням базового активу, розрахункові інструменти
За сферою функціонування	біржові, позабіржові

А.Фельдмана, звертає увагу на дві важливих характеристики, на основі яких можна здійснити змістовну класифікацію інструментів даного ринку. До них належать строковість та похідність [4, с.46]. Обидві ці характеристики є самостійними. Строковість ґрунтується на зсуві строків укладання угоди та розрахунків за нею. Саме ця характеристика, як вже зазначалося, є основою поділу ринку на ринок з негайною поставкою (*spot, cash*) та строковий (*future*) ринок [8, с.23].

Похідність, вторинність ґрунтується на залежності цін цих інструментів безпосередньо або опосередковано від ціни або зміни ціни базового активу, який лежить в основі похідного. Отже, терміни „деривативи” та похідні фінансові інструменти” є тотожними [8, с.24]. На нашу думку, у вітчизняній теорії фінансів слід використовувати термін „похідний фінансовий інструмент”, а не „дериватив”, не зважаючи на їх тотожність.

Основною класифікаційною ознакою, яка дозволяє виділити похідні фінансові інструменти із строкових є наявність в умовах угоди факту фіксації вартості активу, за якою в деякий момент у майбутньому вона буде виконуватися. Більше того не всі строкові фінансові інструменти є похідними, але, в свою чергу, є похідні фінансові інструменти, які не належать до строкових [8, с.27].

Більшість похідних фінансових інструментів, або деривативів є строковими контрактами, але не кожна строкова угода є деривативом (наприклад, продаж товарів у кредит, строкова угода без фіксації ціни, відзивні та конвертовані облігації тощо), водночас депозитарна розписка ADR є похідним інструментом, але не належить до строкових угод [8, с.27].

Для уточнення цих понять правильно вживати термін „строкові похідні фінансові інструменти” стосовно тих інструментів, які характеризуються двома визначеними вище ознаками, а саме: строковістю та похідністю. Для інструментів, які характеризуються однією з названих ознак слід застосовувати відповідний термін: „строкові фінансові інструменти” або „похідні фінансові інструменти” [8, с.28].

На рис. 1. запропоновано класифікацію строкових та похідних фінансових інструментів та показано взаємозв'язок між ними. Така класифікація, на нашу думку, може стати в пригоді при узгодженні названих вище законодавчих актів, які необхідно провести найближчим часом [8, с.28].

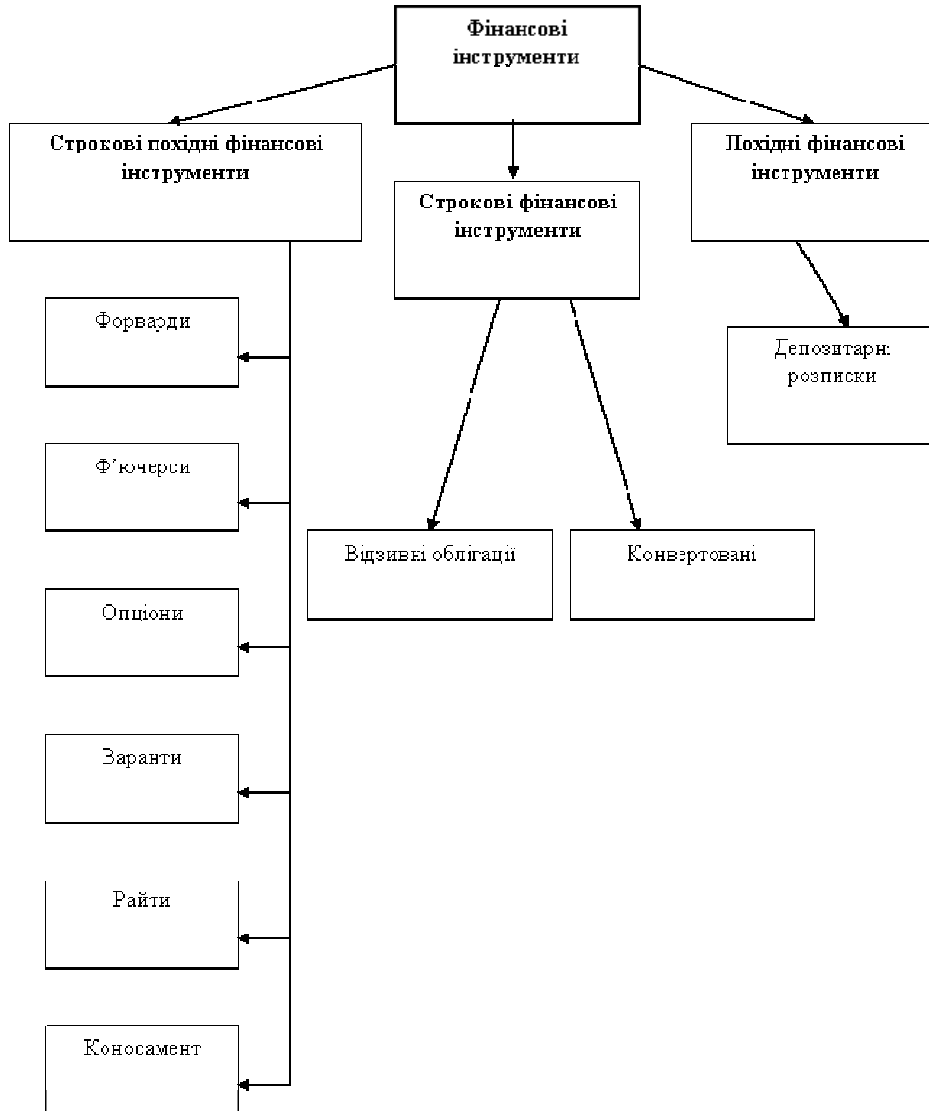


Рис. 1. Взаємозв'язок строкових та похідних фінансових інструментів

Отже, строковий похідний фінансовий інструмент – це строкова угода, за якою вартісна оцінка величини зобов'язання одного контрагента зафіксована, а іншого визначається в залежності від величини базового активу [8, с.28].

Особливої актуальності набуває вивчення проблеми використання фінансовими менеджерами інструментів ф'ючерсних ринків у перехідних економіках. Оскільки, більшість вітчизняних ФМ відмовляються від використання ПФІ з причини недовіри до нових невідомих фінансових інструментів, а також з причини побоювання використання їх незвичних форм. Адже природним є небажання наштовхнутись на нові труднощі. Ринки основних активів є неліквідними, рівень концентрації капіталу незначним, інструменти прогнозування майбутніх цін та страхування ризиків відсутні. Державні програми реформування економіки України не передбачають становлення ф'ючерсних ринків. Також до основних причин відмови фінансових менеджерів від похідних фінансових інструментів, на нашу думку, є відсутність обґрунтованої законодавчої бази України.

Для розвитку ринків похідних фінансових інструментів, необхідно, по-перше, усунути ті перешкоди, які заважають розвитку цих секторів, і, по-друге, стимулювати розвиток тих секторів, які в цей час відсутні на українському ринку, або розвиваються вкрай повільно. Для усунення факторів, що є перешкодою для розвитку всіх ринків похідних фінансових інструментів, необхідно розробити й прийняти законодавчі основи операцій з похідними фінансовими інструментами.

Для того щоб підвищити якість торгівлі похідних фінансових інструментів (деривативів), перше, що потрібно зробити самим біржам, — це зайнятися стандартизацією угод. Щоб учасники біржових торгів точно знали, які саме стандарти маються на увазі під тим чи іншим ф'ючерсом або іншим деривативом, що продається/купується за ту чи іншу ціну: який товар, якої якості, а яких кількостях, за якою ціною і в які терміни передбачається його поставка.

На законодавчому рівні необхідно:

- визначити права та обов'язки сторін по угодах з похідними фінансовими інструментами;
- створити механізми захисту інтересів учасників ринку (фінансових менеджерів);
- визначити вимоги до активів, які можуть бути основою для похідних інструментів;
- визначити вимоги до учасників ринку похідних фінансових інструментів, а також до керування ризиками операцій з похідними фінансовими інструментами й по обліку похідних фінансових інструментів і т.д.

-
1. Маршал Дж.Ф., Бансал Випул К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784с.

2. Finnerty J.D. Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview // Financial Management, Winter. – 1988
3. Галиц Л. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском. – Москва: ТВП, 1998. – xvi, 576 с.
4. Фельдман А.Б. О производных финансовых инструментах // Финансы.- 1998.- №11. - С.45-48
5. Фельдман А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты: Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2003.
6. Сохацька О.М. Біржова справа: Підручник. – Тернопіль: Карт-бланш, 2003. – 602 с.
7. Галанов В.А. Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы: Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 464 с.
8. Сохацька О.М. Міжнародні ф'ючерсні ринки: теоретико-методологічні аспекти: Монографія. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. - 454 с.
9. Hull J.C. Options, Futures and Other derivatives: Fourth Editor, Prentice Hall Inc., 2000. – 698 p.
10. Закон України „Про оподаткування прибутків підприємств” від 28.12.1994 № 334/94-ВР. – [Цит. 2005, 18 вересня]. – Доступний з: <<http://www.rada.kiev.ua>>.
11. Соловьев Д., Фролова И. Производная ценная бумага в законодательстве США и России // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 6. – С. 44-47.

THE DERIVATIVE FINANCE INSTRUMENTS IN STRATEGICALLY DECISION OF INTERNATIONAL MANAGER

O. Sanina, A. Sanin

*Ivan Franko National university of Lviv
18, Svoboda Avenue, Lviv, Ukraine
e-mail: sanina@ukr.net*

The article analyses the derivative finance instruments of future market. The author investigates peculiarities of derivative instruments in Ukraine.

Key works: derivative finance instruments, financial engineering.

**ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ У
СТРАТЕГИЧЕСКИХ РЕШЕНИЯХ МЕЖДУНАРОДНОГО МЕНЕДЖЕРА**

О. Санина, О. Санин

*Львовской национальной университет имени Ивана Франка
г. Львов проспект Свободы, 18
e-mail: sanina@ukr.net*

Статья осматривает производные финансовые инструменты срочного рынка и использование их менеджерами в Украине.

Ключевые слова: производный финансовый инструмент, , финансовая инженерия.