

Л. А. Гайдук

ІННОВАЦІЙНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙ

Розглянуто умови запровадження нових та інноваційне поєднання існуючих інструментів фінансового ринку. Визначено типи і складові фінансових інновацій. Обґрунтовано необхідність забезпечення сприятливих умов для залучення інвестицій, а також запровадження інноваційних фінансових інструментів залучення інвестицій для розвитку реального сектору економіки України.

Conditions for introduction of new instruments of financial market and innovative combination of already existent instruments are explored. Types and components of financial innovations are defined. The necessity of favorable conditions to attract investments as well as the necessity of introduction of innovative financial instruments of attraction of investments to develop real sector of economy of Ukraine are substantiated.

Ключові слова: фінансовий ринок, інноваційні фінансові продукти, класифікація фінансових інновацій, інноваційні фінансові інструменти, антиінновація, інвестиційна привабливість, залучення інвестицій у економіку.

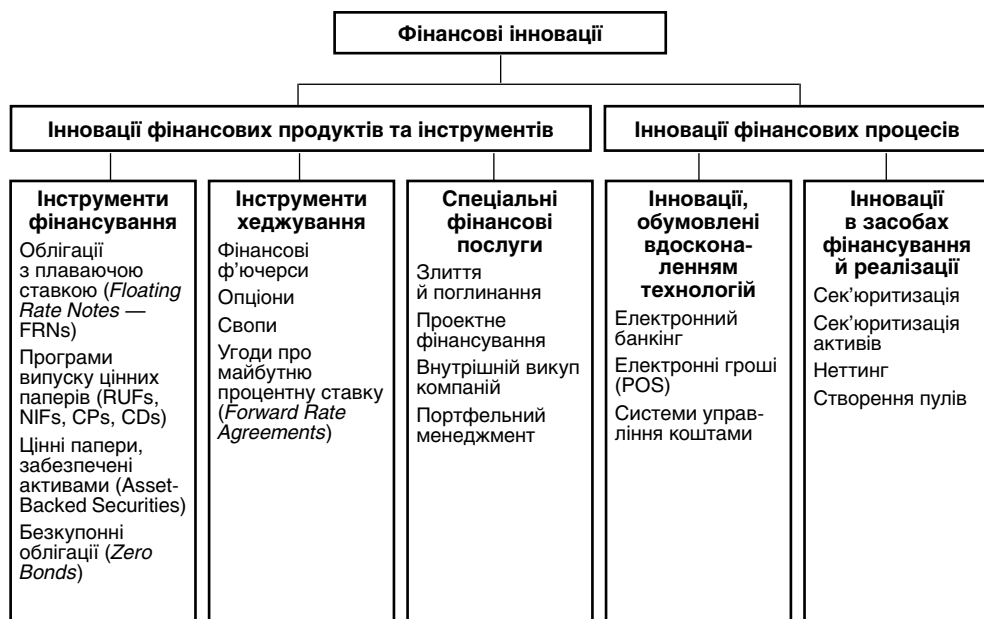
На сучасному етапі розвитку фінансового ринку України актуальним є запровадження нових та інноваційне поєднання існуючих фінансових інструментів.

Проблемам реалізації інновацій на фінансовому ринку та функціонування нових фінансових інструментів присвячено праці вітчизняних і зарубіжних науковців, таких як А. Аюпов, Т. Берднікова, Ф. Блок, С. Вайн, Е. Гайдар, В. Галанов, С. Коттл, Л. Макміллан, Р. Мюррей, О. Сохацька, М. Томсетт, Д. Халл. Їхні наукові розробки є базою для подальших досліджень у сфері запровадження нових інструментів фінансового ринку як механізму залучення капіталу на розвиток економіки України. Науково-теоретична та практична значущість окреслених проблем зумовила вибір теми, постановку завдання, актуальність і цільову спрямованість статті.

Метою статті є визначення особливостей запровадження інноваційних фінансових інструментів залучення інвестицій для розвитку реального сектору економіки України.

На світових фінансових ринках фінансові інновації традиційно поділяються на інновації фінансових продуктів й інструментів та інновації фінансових процесів (рис. 1).

Банк міжнародних розрахунків (*Bank for International Settlements* — BIS) у складі фінансового ринку виокремлює валютний, кредитний і фондовий (цінних паперів та похідних фінансових інструментів) ринки. До складових фінансового ринку можна також віднести ринки страхових послуг і золота. Зазначені складові взаємопов'язані, при цьому найбільшу вагу мають



Джерело: офіційний веб-сайт рейтингового агентства “Експерт РА” [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.raexpert.ru/strategy/conception/part6/4/>

Рис. 1. Фінансові інновації на світових фінансових ринках

кредитний ринок і ринок цінних паперів. У сучасних економічних умовах фінансовий ринок виконує функції концентрації капіталу, перерозподілу економічних ресурсів, платіжно-розрахункову, управління ризиками, інформаційно-консультаційну¹.

Інновації на фінансовому ринку — це створення нових фінансових інструментів, технологій та інститутів із метою отримання прибутку і зниження рівня ризику. Мається на увазі сукупність трьох взаємопов'язаних підсистем:

- нових технологій фінансово-кредитних операцій (насамперед на основі інформаційно-комунікаційних технологій);
- нових фінансових продуктів (деривативів, свопів, опціонів, ф'ючерсів);
- нових фінансово-кредитних інститутів.

Інновації на фінансових ринках поділяються на дві групи:

1. Упровадження на фінансові ринки нових інструментів. Прикладом такого впровадження є похідні фінансові інструменти — свопи, ф'ючерси, форварди, а також інноваційні фінансові продукти ринку деривативів — свопціони, кредитні деривативи, інноваційні лізингові опціони тощо.

2. Нове (інноваційне) поєднання інструментів фінансового ринку, що дає змогу конструювати різні інноваційні фінансові продукти з метою підвищення прибутковості, залучення інвестиційних ресурсів, страхування можливих

¹ Bank for International Settlements [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bis.org/>

фінансових та інноваційних ризиків, фінансово-кредитного забезпечення інноваційної діяльності суб'єктів господарювання. Прикладами такого поєднання є інноваційний лізинг, венчурне фінансування, форфейтинг, франчайзинг, випуск спеціалізованих цінних паперів.

Під фінансовою інновацією розуміється фінансовий інструмент або технологія, котрі поки що не набули поширення на конкретному ринку, але забезпечують своїм користувачам ефективніший перерозподіл фінансових ресурсів, доходності, ризиків, ліквідності та інформації з метою отримання додаткового прибутку. Зарубіжна наука досліджує чотири складові фінансових інновацій:

- 1) цінні папери будь-якої структурованості та складності;
- 2) фінансові інструменти споживчого типу (фонди муніципальних облігацій, взаємні фонди грошового ринку, ф'ючерси “на навчання” тощо);
- 3) фінансові процеси (“реєстрація на полиці”, тобто надання дозволу на випуск цінних паперів, що може буде відкладений на термін до трьох років; електронна торгівля цінними паперами, публічний продаж цінних паперів тощо);
- 4) фінансові стратегії та рішення корпорацій (проектне фінансування, обмін боргу на борг, реструктуризація тощо).

Наведена класифікація фінансових інновацій наочно відображає ступінь універсальності їх застосування. Так, групи цінних паперів і фінансових інструментів є такими, що найлегше тиражуються, оскільки правила торгівлі та юридичні відносини сторін угоди стандартизовані й споживачам простіше оцінити переваги цих інновацій. Фінансові процеси є значно складнішими, а фінансові стратегії й рішення — ще більш індивідуальними та передбачають багато нюансів у кожному конкретному випадку.

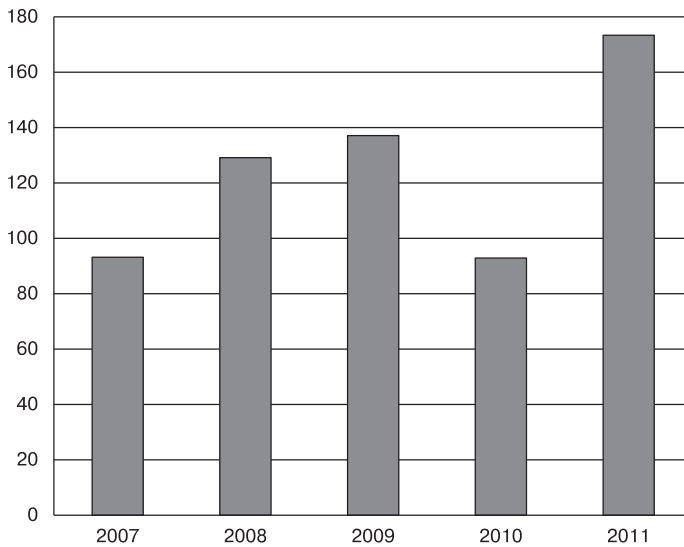
Вважаємо доцільним поділ інновацій на фінансових ринках на автономні й індуковані. Автономні інновації мають спонтанне походження, тобто спочатку з'являється певна схема або ідея, яку потім намагаються ефективно застосувати. В іншому випадку спочатку виникає проблемна ситуація, а інновація стає результатом пошуку виходу з неї. Індуковані інновації можуть бути реакцією на зміну умов ринку або зовнішніх умов функціонування, наприклад вимог державних регулюючих органів або системи оподаткування. Як свідчить вітчизняна й зарубіжна практика, більшість фінансових інновацій є індукованими.

Фондовий ринок України поки що відстає від західних країн за рівнем розвитку інноваційних фінансових інструментів, процесів і технологій, а отже, нагальною потребою є посилення інноваційної складової фінансової діяльності.

Утім, останнім часом місце й роль фондового ринку у вітчизняній економіці якісно змінюються: як частина фінансового ринку він виконує низку макро- й мікроекономічних функцій, основними серед яких є регулювання

інвестиційних потоків та ефективний перерозподіл ресурсів. Програма економічних реформ Президента України на 2010—2014 роки “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава” та Програма розвитку фондового ринку передбачають поліпшення умов функціонування механізму фондового ринку в Україні.

Зазначимо, що в 2011 р. спостерігалось підвищення капіталізації та ліквідності вітчизняного фондового ринку, вдосконалення ринкової інфраструктури, механізмів захисту прав інвесторів, умов і правил державного регулювання й нагляду на цьому ринку. Основною функцією фондового ринку є забезпечення сприятливих умов для залучення інвестицій. Так, обсяг інвестицій, залучених у економіку України з допомогою інструментів фондового ринку, у 2011 р. сягнув 173,38 млрд грн (для порівняння: у 2010 р. — 92,91, у 2009 р. — 137,10 млрд грн)², що засвідчує посилення ролі цього ринку в економічних процесах в Україні (рис. 2).



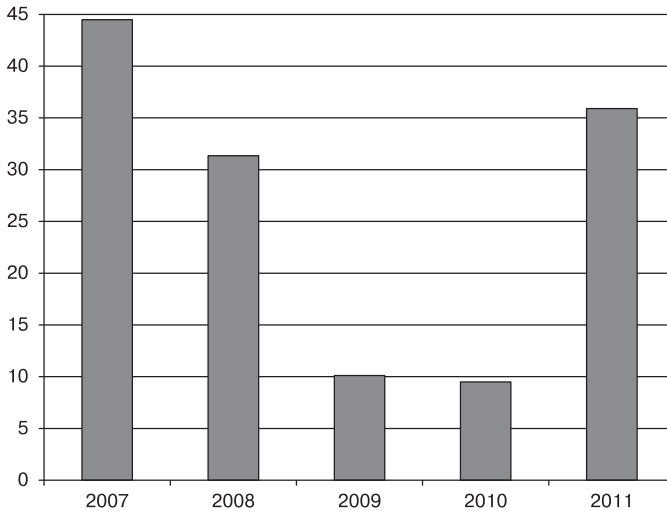
Джерело: Український фондовий ринок — 2011: впевненість, стійкість та зростання / Нац. комісія з цін. паперів та фонд. ринку [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

Рис. 2. Залучення інвестицій у економіку України з допомогою інструментів фондового ринку в 2007—2011 рр., млрд грн

Протягом 2011 р. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) зареєструвала 251 випуск облігацій підприємств на суму

² Український фондовий ринок — 2011: впевненість, стійкість та зростання / Нац. комісія з цін. паперів та фонд. ринку [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

35,91 млрд грн (рис. 3). Порівняно з 2010 р. обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств збільшився на 26,42 млрд грн, або у 3,78 раза³.



Джерело: Український фондовий ринок — 2011: впевненість, стійкість та зростання / Нац. комісія з цін. паперів та фонд. ринку [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

Рис. 3. Обсяги зареєстрованих НКЦПФР випусків облігацій підприємств у 2007–2011 рр., млрд грн

На наш погляд, в Україні величезний потенціал для адаптації до вітчизняних умов сучасних інноваційних фінансових інструментів і технологічних систем автоматизації роботи з ними, ефективність яких доведена міжнародною практикою. Світовий досвід показує, як кардинально може змінитися ринок під впливом нового фінансового інструменту. Наприклад, сертифікати участі пулів іпотек у США повністю змінили характер ринку іпотечного кредитування, підвищили його ліквідність.

Найпоширенішими у світі є такі фінансові інновації⁴:

1) процентні й валютні свопи (*Interest-Rate and Cross Currency Swaps*) — фінансові продукти, що надають можливість обміну грошового потоку у формі плаваючої ставки, збільшеної або зменшеної на певну маржу, на грошовий потік у іншій або тій самій валюті у формі фіксованої ставки. Перші операції з використанням процентних свопів були розроблені та проведені банкірами “JPMorgan” у середині 1980-х років. Попередниками процентних і валютних свопів, які великою мірою визначили попит на них, стали спеціальні

³ Український фондовий ринок — 2011: впевненість, стійкість та зростання / Нац. комісія з цін. паперів та фонд. ринку [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.

⁴ Финансовый кризис в России и в мире / под ред. Е. Т. Гайдара. — М. : Проспект, 2009. — 256 с.

умови стосовно ставок купонів за випусками облігацій із плаваючою ставкою (*Floating Rate Notes*);

2) базисні свопи (*Basis Swaps*) — фінансові продукти, котрі надають можливість контрагентам обмінятися грошовими потоками, прив'язаними або до різних референсних ставок, або до однієї ставки, котра котирується для різних термінів. Прикладом може слугувати обмін грошовими потоками, прив'язаними до ставки Libor у доларах США на три та шість місяців відповідно;

3) кредитні дефолтні свопи (*Credit Default Swaps, CDS*) — фінансові продукти, що перерозподіляють кредитні ризики, притаманні деяким інструментам (зобов'язанням), у т. ч. кредити й облігації. Покупець кредитного свопа отримує захист від кредитного ризику, а продавець гарантує надійність базового зобов'язання. Таким чином, ризик дефолту за базовим інструментом повністю або частково передається від його утримувача (кредитора чи власника облігацій) до продавця кредитного свопа. Разом із тим продавцеві кредитного свопа також властивий певний кредитний ризик (існує ризик його неспроможності виконати свої зобов'язання за кредитним свопом), тому покупець останнього отримує захист від кредитних ризиків за базовим зобов'язанням та бере на себе ризик виконання зобов'язань за кредитним свопом його продавцем;

4) облігації, забезпечені борговими зобов'язаннями (*Collateralised Debt Obligation — CDO*) — це фінансові інструменти, виконання зобов'язань за якими забезпечено визначеним портфелем облігацій, кредитів чи інших базових активів. Окремим випадком CDO є синтетичні облігації (*Synthetic Collateralised Debt Obligations*), забезпечені борговими зобов'язаннями, виконання обов'язків за котрими повністю або частково забезпечено портфелем кредитних свопів та інших похідних фінансових інструментів, ціна яких залежить від портфеля інших базових активів;

5) кондуїти (*Asset-Backed Commercial Paper Conduits*). Наявність попиту великих інвесторів на похідні цінні папери з високим ступенем захисту від кредитних ризиків та іншими заданими параметрами призвела до виникнення техніки подвійного й багаторазового перепакування грошових потоків від базових активів;

6) сек'юритизація (*Securitisation*) є схемою рефінансування пакетів однорідних прав вимог через надання кредитів чи паперів, що випускаються, забезпечених указаними пакетами та закладеними в такі схеми інструментами кредитної підтримки. Як правило, сек'юритизація проводиться з реальним продажем, у процесі котрого оригінатор (банк-кредитор) реалізує всі кредити зі свого балансу на користь компанії спеціального призначення (*Special Purpose Vehicle — SPV*), яка, у свою чергу, для придбання пакета залучає фінансування шляхом випуску рейтингованих цінних паперів, що купуються інвесторами.

При цьому слід зауважити: негативний ефект у фінансовому середовищі США, котрий передував фінансовій кризі, мала саме сек'юритизація, коли

на базі зобов'язань випускалися деривативи. До числа нових продуктів входили комерційні цінні папери, які раніше в багатьох країнах слугували автоматичними стабілізаторами. Проте, з 1990-х років основним їх видом стали АВСР (*Asset-Backed Commercial Papers*), що випускаються на базі перепакетування застав. Під час кризи, коли прокотилася хвиля банкрутств за іпотечними позиками, АВСР відреагували першими. Решта комерційних паперів у 2008 р. теж почали знецінюватися. Новинкою були й кредитно-дефолтні свопи (CDS) — інструменти, котрі дають змогу диверсифікувати, структурувати та продавати окремо кредитний і ринковий ризики, завдяки чому можна хеджувати операції на високому рівні.

Тоді ж у зарубіжній економічній літературі з'явилися публікації про те, що відбувається процес трансформації запровадженої для підвищення надійності ринку інновації в її протилежність — антиінновацію, чинник дестабілізації сучасних фінансових ринків. Категорія “антиінновація” введена російським ученим Ю. В. Яковцем для визначення нововведень, які мають регресивний характер, призводять до часткової деградації в тій чи іншій сфері людської діяльності⁵. Отже, фінансові інновації можуть мати як позитивний (інновації розвитку), так і негативний (кризові інновації) вплив на економіку країни. Фінансові інновації, не підтвержені реальними активами, вичерпали себе. І лише інновації в промисловій сфері, розвиток новітніх технологій є ключовими передумовами стратегічного позиціонування України у світі. Нові фінансові інструменти повинні забезпечувати ефективний інвестиційний, споживчий, комерційний рух реальних грошей.

Вітчизняні й зарубіжні теоретики та практики розглядають фінансові інструменти як засіб вкладення, придбання й розподілу капіталу, як платіжний засіб та як засіб кредиту. Фінансовий інструмент — це договір, у результаті котрого одночасно виникають актив у однієї організації та фінансове зобов'язання різного характеру в іншій, тобто їх вибір, зрештою, впливає на активи й зобов'язання організацій⁶.

Запровадження інноваційних фінансових інструментів пов'язане зі специфічними проблемами, однією з яких є початкова неліквідність їхніх ринків, що не дає змоги визначити їхню реальну ціну та обсяги ринкового попиту. Певною мірою це пояснюється складністю фінансових продуктів для потенційних інвесторів із точки зору переваг і недоліків. Вважаємо, що інноваційні фінансові інструменти слід віднести до так званих експериментальних благ, риси котрих проявляються у процесі їх використання.

Основою класифікації фінансових інструментів є природа відносин клієнта й оферента, сегмент ринку, на якому обертається інструмент, строк

⁵ Яковець Ю. В. Эпохальные инновации XXI века / Ю. В. Яковец. — М. : Экономика, 2004. — 444 с.

⁶ Аюпов А. А. Конструирование и реализация инновационных финансовых продуктов / А. А. Аюпов. — М. : NOTA BENE, 2007. — 220 с.

поставки тощо. Ми погоджуємося з науковою позицією, що для вітчизняного фінансового ринку в ролі класифікаційних ознак доцільно обрати ціноутворення на фінансовий інструмент та строк виконання контрактів.

За першою ознакою фінансові інструменти класифікуються як реальні (основні, базові) ціни або курси, котрі визначаються на ринку через взаємодію попиту й пропозиції, та похідні, ціни на які є похідними від цін базового активу (*derivative instruments*). За другою ознакою вони поділяються на інструменти з негайною поставкою — касові, або спотові (*cash spot*), та строкові інструменти (*termine instruments*), оскільки є контрактами на купівлю-продаж базових фінансових інструментів у майбутньому за цінами чи курсами, погодженими під час укладання таких контрактів⁷.

Варто наголосити, що запровадження розглянутих інноваційних фінансових інструментів залучення інвестицій вимагає зміни (модернізації) українського законодавства, тобто активної позиції держави. Створення якісної нормативної бази має стати першочерговим кроком для подолання гальмівних чинників припливу інвестицій та сприяти діяльності ефективного й ліквідного фондового ринку.

Таким чином, запровадження інноваційних фінансових інструментів на фінансових ринках України та розширення можливостей їх ефективного використання пов'язані з необхідністю підвищення інвестиційної привабливості корпоративних цінних паперів, поліпшення правового оформлення відносин між емітентами (позичальниками) та інвесторами (кредиторами), сек'юритизації боргових зобов'язань, зниження інвестиційних і кредитних ризиків на ринках капіталу та посилення захисту прав інвесторів і кредиторів, удосконалення корпоративного управління, запровадження надійних фінансових інструментів для інвестування пенсійних активів та розміщення приватних коштів громадян, зміцнення довіри населення до фінансової системи.

⁷ Сохацька О. М. Біржова справа : підручник / О. М. Сохацька. — 2-ге вид., змін. і доп. — Т. : Карт-бланш; К. : Кондор, 2008. — 632 с.