

УДК 336:330.341.1

*Г.М. Азаренкова, канд. екон. наук, доц., Харківський банківський інститут  
Української академії банківської справи НБУ*

## **ФІНАНСОВІ ІННОВАЦІЇ: НАПРЯМКИ ЗАСТОСУВАННЯ ТА ДОСВІД ВПРОВАДЖЕННЯ**

*У статті узагальнено значення фінансових інновацій з погляду розвитку економічних відносин. Розглянуто деякі засади визначення базової основи методології аналізу фінансових інновацій. Розкрито ключові засади та напрямки застосування фінансових інноваційних рішень на основі дослідження світового досвіду.*

*Ключові слова: фінансові інновації, банківський сектор, фондовий ринок, фінансові інструменти, кредитний ризик.*

**Вступ.** Нові фінансові інструменти і технології, що поєднує поняття “фінансові інновації”, викликають масштабні перетворення відповідних фінансових ринків і, як наслідок, впливають на розвиток економіки в цілому. Перелік таких нововведень досить значний і, зазвичай, кожне з них вимагає уважного ставлення. Це обумовлено тим, що поява фінансових інновацій пов’язана з періодичним оновленням форм і засобів, які використовуються для досягнення поставлених цілей. Водночас одним із вагомих чинників появи фінансових інновацій, принаймні під час трансформаційних економічних перетворень, є зміни регулятивного характеру при формуванні певного економічного середовища. Тому прояви таких змін та характер їх впливу на поступовість економічного зростання вимагають проведення різнопланових, а також ґрунтовних економічних досліджень щодо впровадження та застосування фінансових інновацій.

**Мета дослідження.** Якщо говорити про визначення мети даного дослідження, то, насамперед, слід звернути увагу на те, що еволюційні зміни не проявляються так явно, як у фінансовій сфері тому, що з різними суб’єктами господарювання фінансові інновації розглядаються як інструмент оптимізації їх фінансових потоків [13]. Прикладом такого розгляду нововведень слід вважати праці В.В. Корнеєва, який досліджує фінансові інновації в управлінні суверенними боргами з погляду стійкого управління потоками капіталу [7]. Не менш важливими є й питання фінансового забезпечення інноваційного розвитку економіки, які також безпосередньо пов’язані з появою нових фінансових продуктів [4].

**Виклад основного матеріалу.** Варто зазначити, що в Україні немає достатнього досвіду ефективного застосування фінансових інновацій з погляду розвитку різних сегментів фінансового ринку, сталості руху відповідних

фінансових потоків. Тому узагальнення зарубіжного досвіду щодо можливостей та ефективності його застосування в наших умовах досить важливе. При цьому, перш за все, нашу увагу привертає інструментарій впровадження нових фінансових рішень, доцільний при розробці не лише певних механізмів впровадження інноваційних рішень, а й з погляду загального розвитку конкретних суб’єктів господарювання. Отже, основною метою даного дослідження слід вважати узагальнення та визначення конкретних інструментів реалізації фінансових інновацій з врахуванням існуючого зарубіжного досвіду.

*Основа методології аналізу розвитку фінансових інновацій.* Як і будь-який економічний аналіз, дослідження досвіду застосування фінансових інновацій вимагає певного методологічного обґрунтування. Перш за все, це стосується визначення об’єкта та предмета дослідження, що загалом може бути досягнуто у певному напрямку відповідного аналізу. Наприклад, напрямком свого дослідження В.В. Корнеєв обрав впливовість нововведень на стійкість руху кредитних та інвестиційних потоків. Л.А. Антонюк, А.М. Поручник, В.С. Савчук поряд з цим розглядають аспект комерціалізації нововведень.

На нашу думку, у даному сенсі варто виходити з об’єктивних джерел появи фінансових інновацій, які зумовлені фінансовою сферою економічних відносин. До того ж, потрібно враховувати, що фінансові інновації змінюють не тільки вартість і доступність окремих видів фінансування, але й впливають на рух грошових і товарних потоків, на портфельні стратегії професійних учасників ринку. Тобто доцільно виділити так звану сферу інтересів фінансових інновацій, яка може проявлятися найбільш суттєвими ознаками формування сталої основи переміщення та перерозподілу ресурсів, що здійснюється в економічному

просторі. Отже, основою методології аналізу фінансових інновацій можна вважати так званий “скелетон потоків фінансових ресурсів” [1], де значна увага приділяється фінансовим потокам банківських установ, фондовому ринку та різноманітним суб’єктам господарювання. Вони визначаються як первісні елементи формування руху фінансових ресурсів та безпосередні виразники появи тих чи інших нововведень у фінансовій сфері. Саме під цим кутом і розглянемо зарубіжний досвід впровадження фінансових інновацій.

*Ключові засади та напрямки застосування фінансових інноваційних рішень.* Перш за все, слід зазначити, що опанування фінансово-кредитною сферою фінансових інновацій пов’язане з лібералізацією та дерегулюванням фінансових ринків, які відбуваються на фоні їх глобалізації. Тому зростання конкуренції з боку банків та різних сегментів фінансового ринку об’єктивно призвело до зменшення традиційної ролі банків як інститутів кредитування. Водночас ознаки такої конкуренції позначаються і на рентабельності традиційних банківських операцій. Це у свою чергу впливає на розподіл відповідних фінансових послуг та об’єктивне виникнення окремих напрямків розвитку фінансових інновацій, до яких західні дослідники в основному відносять такі: розподіл та об’єднання фінансових контрактів, сек’юритизацію неліквідних вимог та розвиток нових каналів розподілу фінансових послуг [9].

Розподілом та об’єднанням фінансових послуг вважається, наприклад, те, що позика за фіксованою процентною ставкою являє собою сукупність різних фінансових інструментів, які можуть бути поділені на ряд взаємодоповнюючих компонентів. Прикладом такого нововведення є гарантована доступність до кредитних ресурсів, яка може бути зумовлена послідовністю таких кредитних інструментів, як [9] револьверна (поновлювана) середньострокова кредитна програма на базі євронот і програма випуску євронот. Економічна вигода такої новації полягає в тому, що у фінансових інститутів з’являється можливість продавати різні ризики і “навантаження” тим учасникам ринку, які здатні використовувати їх з найменшими витратами, знижуючи тим самим загальну ціну ризику. Крім того, істотно полегшуються арбітражні угоди.

Іншим прикладом нововведень у банківській сфері щодо передачі кредитного ризику є застосування CRT-інновацій (CRT – credit risk transfer [12]). Залежно від цілей управління

ризиками можуть використовуватися різні інструменти CRT. При цьому, як правило, покупець забезпечення кредитів прагне вивести дані про кредит із свого балансу, щоб у такий спосіб зменшити свій ризик і потреби у фінансуванні. Зазначена мета може досягатися шляхом поступки кредиту або за допомогою емісії цінних паперів на основі відповідних зобов’язань.

При цьому фінансові інновації для різних сфер фінансової діяльності мають певну взаємоузгодженість, що спонукає нас говорити як про системну оцінку дієвості фінансових інновацій, так і про багатогранний вплив фінансових інновацій на сталість руху фінансових потоків, які з ними пов’язані. Водночас фінансові інновації надають можливість банкам знаходити нові шляхи фінансування та управління своєю ліквідністю як одним із визначених напрямків банківської діяльності [6].

Отже, розглядаючи фінансові інновації у банківській сфері, слід звернути увагу на структуру балансу, а також, насамперед, на питому вагу цінних паперів у банківських активах та її надмірне зростання. Грунтовне і виважене ставлення до питомої ваги цінних паперів у банківських активах зумовлене так званими фінансами Понці [5], до яких належать економічні суб’єкти, що не мають достатнього операційного доходу для обслуговування боргу та своїх зобов’язань. Враховуючи відкритість та недосконалість економіки перехідного періоду, варто звернути увагу на спекулятивну складову при визначенні фінансових нововведень тому. Адже суб’єкти Понці мають можливість відповідати за своїми зобов’язаннями лише за допомогою продажу активів та випуску нових позик. Втім, як свідчить відповідний аналіз розвитку банківського сектора економіки України, вітчизняні банки досить обережно ставляться до різних видів цінних паперів. Це, з одного боку, обумовлено підривом довіри до державних цінних паперів протягом 1999-2001 рр. [6], а з іншого – недостатньою розвиненістю фондового ринку [3]. Однак, враховуючи світову динаміку розвитку CRT-інновацій, яка характеризується значним зростанням показників використання цього інструмента у грошовому виразі в 187 млн. дол. за підсумками 1987 р. до 4800 млрд. дол. за підсумками 2004 р. [15], варто більш скептично ставитися до можливостей його застосування в умовах перехідної економіки. Слід звернути увагу на такі потенційні ризики, що дають CRT-інновації,

як ризик, пов'язаний з концентрацією посередників на ринку інструментів CRT, що може призвести до високої концентрації кредитних ризиків у цих посередників, а також на ризик, пов'язаний з тим, що ринок інструментів CRT має у своїй основі міжбанківський характер, що може у призвести до системної банківської кризи.

Варто зауважити, що значне зростання обсягів використання CRT-інновацій пов'язане з тим, що вони дозволяють: відокремлювати кредитний ризик від ризику фінансування і ринкових ризиків; виділяти часові характеристики кредитного ризику; визначати співвідношення рівнів реального і бажаного кредитного ризику; передавати кредитний ризик, зберігаючи при цьому за банком власність на кредит. Тобто, відокремлюючи кредитний ризик від інших ризиків, інструменти CRT дають можливість передавати кредитний ризик тим, хто погоджується брати його на себе, що призводить до розширення кредитного ринку (збільшення обсягу кредитування). А це, в свою чергу, досить доречно, враховуючи недостатнє використання мультиплікативного розширення грошової маси внаслідок надлишкової ліквідності банківського сектора економіки [8].

Важливе місце у фінансових інноваціях банківського сектора займають і процеси сек'юритизації неліквідних фінансових вимог у ринкові цінні папери [9]. Класичним прикладом у цій сфері є розробка депозитних сертифікатів, що вільно обертаються на ринку та замінюють неліквідні термінові депозити. Іншим прикладом впровадження фінансових інновацій у банківській сфері з метою розвитку процесів сек'юритизації є об'єднання кредитних деривативів з операціями сек'юритизації у формі облігацій, що забезпечені борговими зобов'язаннями, емісія яких використовується для страхування та зменшення рівня кредитного ризику.

Водночас варто зазначити, що поряд з вищерозглянутими ключовими засадами та напрямками застосування фінансових інновацій широко використовуються деривативи, які являють собою контракти типу "своп" або "опціон". Тому не випадково, що з погляду фондового ринку, який відображає процеси перерозподілу вільних грошових та фінансових ресурсів, більш динамічно розвиваються фінансові інновації. Однак найбільший розвиток отримали так звані сконструйовані цінні папери. Активно сконструйовані облігації обертаються на Американській фондовій біржі (AMEX) та Чиказькій опціонній біржі (CBOE). Наприклад,

протягом останніх чотирьох років кількість різновидів зазначених цінних паперів збільшилась майже у шість разів [14]. При цьому облігації, що знаходяться в обігу на фондових ринках розвинених країн, являють собою, як правило, інструменти із захищеною сумою основного боргу. Сума виплат по них поставлена в залежність від змін основних індексів ринку акцій, таких як S&P 500, Nikkei 225, Dow Jones Industrial Average. Крім цього, встановлюються й зворотні залежності розміру доходу від динаміки пов'язаного показника.

Новацією є також розмір виплат, який залежить від показників ринку облігацій. Тому не випадково, що й емітенти облігацій в Україні почали більш активно застосовувати саме індексні облігації [17]. В результаті встановлюються більш тісні зв'язки між суб'єктами господарювання, які потребують грошей, та потенційними інвесторами. Хоча потрібно знати, що в умовах українського фондового ринку при впровадженні індексного механізму формування доходності за облігаціями виникає ряд проблем. Насамперед, це пов'язано з тим, що на сьогодні на фінансовому ринку України фактично не існує індексу, який би міг бути ефективним індикатором вартості грошей. Тому в Україні більш поширене застосування механізму з плаваючим процентом на облігації, що допомагає стабілізувати потоки залучених ресурсів. Втім, така практика зміни доходності на облігації має хаотичний характер, що не сприяє стабільному впливу фінансових інновацій на стійкість руху відповідних фінансових потоків.

До характерних тенденцій у світі щодо випуску структурованих облігацій належить розвиток випуску цінних паперів, модифікованих за способом погашення з використанням опціонів на цінні папери третіх компаній, що фактично є випуском обмінюваних облігацій [11]. Такі цінні папери дають можливість інвестору вибирати засіб платежу при погашенні цінних паперів компанії, яка відрізняється від компанії емітента. Це також розширює можливості для залучення додаткових фінансових ресурсів.

Останнім часом активно розвивається ринок суперсубординованих цінних паперів, які застосовуються з метою покращення фінансового стану, структури заборгованості і підвищення рейтингу емітента та ін. [10]. Зокрема даний вид фінансових інновацій дозволяє збільшувати власний капітал банків, що може бути важливим, враховуючи проблеми

щодо збільшення капіталізації вітчизняних банків.

Якщо говорити про фінансові інновації, які безпосередньо стосуються господарюючих суб'єктів нефінансового сектора економіки, то слід зауважити, що з урахуванням досвіду розвинутих країн вони відображають, насамперед, різноманітні нововведення фондового ринку. Щодо відповідної вітчизняної практики, то вона обмежена, як і застосування інших видів фінансових нововведень. При цьому, на нашу думку, перш за все слід звернути увагу на те, що до основних напрямків застосування фінансових інновацій в Україні належать найбільш прибуткові або ті, що пов'язані із заборгованістю держави перед різними суб'єктами господарювання. Тому використання останнього виду фінансових інновацій відбувається в основному під патронатом держави. Як приклад таких нововведень можна назвати спеціальні внутрішні державні позики, що передбачені бюджетом для оформлення простроченої заборгованості по компенсації експортерам податку на додану вартість у вигляді ПДВ-облігацій [16].

Прикладом високоприбуткових фінансових інновацій можна вважати випуски опціонів на купівлю акцій національного оператора зв'язку ВАТ “Укртелеком”, де першим серед українських компаній було ВАТ “Автоальянс сторіччя” [17]. При цьому варто зазначити дату такого випуску, яка вказує на перші кроки впровадження нових фінансових інструментів управління потоками фінансових ресурсів, що значно відрізняються від традиційного випуску акцій та облігацій. ВАТ “Автоальянс сторіччя” зареєструвало в Державній комісії з цінних паперів і фондових ринків випуск опціонів на купівлю простих іменних акцій ВАТ “Укртелеком” 13 липня 2004 року.

**Висновки.** Отже, проведений аналіз застосування та впровадження фінансових інновацій свідчить про існування у зарубіжній практиці досить розширеного інструментарію, який ще недостатньо використовується в Україні. Розглянуті засади та напрямки застосування фінансових інноваційних рішень в економічній практиці господарювання дозволять попередити виникнення негативних явищ у цьому процесі та певною мірою оптимізувати його. Водночас визначення такої оптимізації спонукає до більш детального аналізу механізмів впровадження фінансових інновацій, який може бути здійснений під час подальших досліджень.

### *Список літератури*

1. Азаренкова Г.М. Напрямки дослідження потокових процесів у русі фінансових ресурсів різних економічних агентів // Зб. наук. праць III Міжнародної науково-практичної конференції “Стан і проблеми трансформації фінансів та економіки регіонів у перехідний період”. – Чернівці: Букрек, 2005. – Ч. I. – С. 6-8.
2. Азаренкова Г.М. Невизначеність аналізу перерозподілу фінансових ресурсів у перехідних економіках // Банківська справа. – 2004. – № 5-6. – С. 79-86.
3. Азаренкова Г.М. Стан фондового ринку в Україні // Економіка України. – 2004. – № 3. – С. 27-32.
4. Антонюк Л.А., Поручник А.М., Савчук В.С. Інновації: теорія, механізм розробки та комерціалізація: Монографія. – К. КНЕУ, 2003. – 394 с.
5. Большой экономический словарь / Под ред. А.Н. Азрилияна. – 2-е изд. доп. и перераб. – М.: Институт новой экономики, 1997. – 864 с.
6. Глуценко В.В., Перешибкін М.М., Серба В.С. Ліквідність, платоспроможність та фінансова безпека комерційного банку: Монографія. – Харків: ХНУ ім. В.Н. Каразіна, 2004. – 196 с.
7. Корнєєв В.В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках: Монографія. – К.: НДФІ, 2003. – 376 с.
8. Христофорова О.М. Кредитні потоки банків: теоретичне узагальнення, аналіз управління: Харків: Константа, 2005. – 106 с.
9. Defey G. The blurring of banking // The world's new financial landscape: Challenges for econ. policy / Siebert H. (ed.) – V., etc.; 2001. – P. 117-137.
10. Hubert O., Moriceau A. Titres super-subordonnes: Observatoire des emissions recentes // Banque mag. – P., 2004. – № 659. – P. 41-45.
11. Keraudy E. La titrisation au secours des financements de projet // Banque magazine. – P., 2001. – № 629. – P. 42-45.
12. Kiff J., Michaud F.-L., Mitchell J. Une revue analytique des instruments de transfert du risque de credit // Rev. de la stabilite fin. – P., 2003. – Juin. – P. 110-133.
13. Minsky H. Shumpeter and Finance // Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honor of Paulo Sylos Labini. – N.Y.: St. Martin's Press, 1993. – P. 99-116.
14. <http://www.amex.com>; [www.cboe.com](http://www.cboe.com).
15. <http://www.banque-france.fr>.
16. <http://www.minfin.com.ua>.
17. <http://www.pfts.com.ua>.

### *Summary*

The importance of financial innovations from the point of view of the development of economic relations is generalized. Some principles of defining basic essentials of the methodology of analysis of the financial innovations' development are examined. Key principles and trends of application of financial innovation decisions on the basis of the study of the available world experience are determined.

Отримано 27.10.2005