

10. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 3 “Звіт про фінансові результати”: Затв. наказом Міністерства фінансів України від 31.03.99 р. № 87, із змінами та доповненнями // Бухгалтерія: ЗБСЗ. - 2003. - № 7. - С. 92-97.

11. Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств” в редакції Закону України від 22.05.97 р. № 283/97-ВР, із змінами та доповненнями // Бухгалтерія: ЗБСЗ. - 2004. - № 1. - С. 13-59.

12. Ковалев В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 560 с.

13. Соколов Я.В. Очерки по истории бухгалтерского учета. – М.: Финансы и статистика, 1991. – 400 с.

14. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация: Пер. с англ. / Под ред. проф. Я.В. Соколова. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 624 с.

15. Соколов Я.В. Бухгалтерский учет: от истоков до наших дней. – М.:

ЮНИТИ, 1996. – 638 с.

16. Лахтіонова Л.А. Фінансовий аналіз суб'єктів господарювання: Монографія. – К.: КНЕУ, 2001. – 387 с.

17. Гавриленко В.А., Гавриленко В.В. Теоретические и методические аспекты оценки финансового состояния предприятия // Экономика и право. – 2002. – № 1. – с. 92-100.

18. Грачев А.В. Анализ и управление финансовой устойчивостью предприятия. – М.: Финпресс, 2002. – 208 с.

19. Райс Е. Розкриття таємниці фінансової звітності: Пер. з англ. / За ред. С.Ф. Голова. – Дніпропетровськ: Баланс-Клуб, 2001. – 240 с.

20. Чумаченко Н.Г. Проблемы державного регулювання розвитку економіки України //Схід. – 1995. - №3. –С.25-29.

Статья поступила в редакцию 12.05.2005

І.Є. ВИШНЯК

Донбаський державний технічний університет

ПОХІДНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ В СТРАТЕГІЧНИХ РІШЕННЯХ КОМПАНІЇ

На сьогоднішній день перед Україною стоїть важливе стратегічне завдання інтеграції у світовий економічний простір та, зокрема, вступу до ЄС. Для цього потрібно в функціонуванні ринку вторинних цінних паперів наслідувати досвід розвинених країн, що в своїй практиці вже навіть позбулися деяких перехідних форм деривативів (наприклад таких, як опціони на товари). Запровадження таких форм є доцільним у вітчизняній практиці з метою досягнення рівня розвитку фондового ринку передових країн.

На шляху використання строкових фінансових інструментів (деривативів) в Україні існують певні проблеми.

Більшість вітчизняних виробників відмовляються від використання похідних цінних паперів з причини недовіри до нових невідомих фінансових інструментів, а також з причини побоювання використання їх незвичних форм. Адже природним є небажання наштовхуватись на нові труднощі.

Деякі науковці до основних перешкод розвитку строкового ринка відносять відсутність обґрунтованої законодавчої бази, яка б відповідала реальній економічній ситуації в Україні та загальноприйнятим у світовій практиці поняттям і регулятивним

© І.Є. Вишняк, 2005

механізмам, що діють на ринку деривативів.

Розробка досконалої законодавчої бази з цього питання – це дуже важлива задача, що стоїть перед представниками законодавчої та виконавчої гілок влади. Але не менш важливим є сприяння переосмисленню бізнесовими колами важливості застосування похідних цінних паперів у фінансовій діяльності підприємств. Зокрема, на початковому етапі необхідно побороти небажання підприємців щодо застосування деривативів у практичній діяльності.

В теорії фінансів розглядається безліч форм та різновидів похідних фінансових інструментів. Дослідженням цього питання, а також питанням доцільності використання деривативів у фінансовій діяльності підприємства займалися багато вітчизняних та зарубіжних науковців. Більшість авторів схиляються до думки, що основу класу похідних фінансових інструментів становлять ф'ючерсні, форвардні, опціонні угоди та свопи. При цьому ф'ючерси, форварди та опціони об'єднуються у єдину групу на підставі спільної основи, оскільки всі вони пов'язані з купівлею-продажем базового активу. Своп являє собою угоду між двома учасниками ринку про обмін у майбутньому платежами відповідно до умов угоди. Свопи укладаються в розрахунок на умовну суму, що передбачає лише обмін різницями в цінах базових інструментів, а не самими інструментами [1, С. 77-80]. Деякі вчені визнають також існування пов'язаних деривативів. Використання кожного з цих видів похідних цінних паперів залежить від тих цілей, які ставить перед собою той чи інший учасник економічних відносин на фінансовому ринку: корпорація, компанія чи держава [2, С. 51-55].

Науковцями і фахівцями визначається важлива роль правового регулювання операцій на ринку деривативів. Однією з причин обмеженості в застосуванні похідних цінних паперів є відсутність у нашій державі відповідного законодавства. Отже, однією з головних умов досягнення інтеграції України у світове економічне співто-

вариство є забезпечення поступового приведення свого законодавства у відповідність із законодавством розвинених країн світу.

Ринок похідних цінних паперів – найбільш динамічний сегмент фондового ринку. Якщо оборот торгівлі ф'ючерсами та опціонами на світових біржах на початок 90-х років складав 100 – 200 трлн.долл., то на кінець 2000 р. від досяг 350 – 390 трлн.долл. [3, С. 60]. За всієї умовності даного показника слід підкреслити, що це в декілька разів перевищує оборот торгівлі базовими активами.

Розглядом питання доцільності використання різних форм деривативів займалось багато зарубіжних науковців. Зокрема, Ван Хорн Дж.К. аналізував використання варантів компаніями з граничним рівнем кредитного ризику, для яких застосування похідних цінних паперів надає можливість збільшувати обсяг грошових коштів шляхом випуску боргових зобов'язань.

Метою статті є визначення ролі деривативів у прийнятті стратегічних рішень; аналіз важливості використання різних видів похідних фінансових інструментів, що застосовуються в світовій практиці; аналіз доцільності використання окремих форм деривативів українськими підприємствами як джерел фінансування.

Відповідно до Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» дериватив – це «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» [4].

Законом України «Про оподаткування прибутку підприємств» передбачено три форми похідних цінних паперів: форвардний контракт, ф'ючерсний контракт та опціон. В залежності від виду цінностей, що є базовим активом такого фінансового інструменту, деривативи поділяють на групи:

- а) фондові деривативи, базовим активом за якими є цінні папери;
- б) валютні деривативи, в основі

яких покладено валютні цінності;

в) товарні деривативи, що засвідчують право купівлі-продажу біржового товару.

Таку класифікацію більшість фахівців та науковців вважають основною. Різницею між поглядами вчених та статтями Закону є відсутність в нормативно-правових актах України такого виду похідних фінансових інструментів, як своп. Свопи додаються до класифікації деривативів і міжнародними стандартами бухгалтерського обліку.

Зокрема, в МСБО 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка» надається визначення терміну «своп» як контракту на обмін одного набору грошових надходжень на інший. Наприклад, на обмін відсотковими ставками валюти, базовими ставками на майбутню дату, на обмін довгостроковими кредитними зобов'язаннями в одній валюті на еквівалентні зобов'язання в іншій валюті тощо.

Класифікація деривативів наведена на рисунку 1.

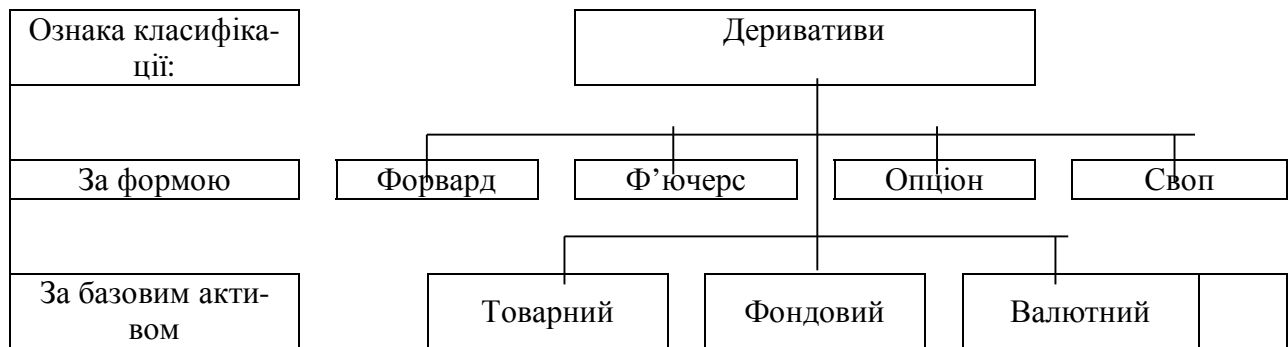


Рисунок 1. Класифікація деривативів

Слід зазначити, що деякі науковці виокремлюють ще один вид похідних цінних паперів – варант (warrant), але більшість авторів розглядають варант лише як різновид опціону (фондовий опціон, базовим активом за яким виступають акції).

Варант (інша назва – ордер) і право на передплату (rights) окремі автори об'єднують в окрему групу. Право на передплату являє собою привілей власника звичайних акцій купити акції нового випуску за встановленим курсом протягом визначеного часу. Цей інструмент доцільно використовувати з метою збереження прав власника акцій у випадку додаткової емісії, оскільки при збільшенні уставного капіталу акціонерним товариством доля акціонера може зменшитись. Ордер (або варант) також надає право придбати акцію нового випуску, але якщо право на передплату отримують переважно власники звичайних акцій з метою захисту своїх інтересів, то варанти отримують держателі привілейованих акцій чи облігацій. Іншою є й мета використання ордеру. Він випускається з

метою підвищення привабливості та ринкової вартості емітованих цінних паперів.

Вельми своєрідний погляд на походження будь-яких фінансових інструментів зустрічається в роботі британського фахівця Уоррена Едвардеса. Він стверджує, що практично все різноманіття фінансових технологій створено на основі поєднання один з одним 4-х основних фінансових інструментів

[5, С. 59], до яких належать:

- а) спот – невідкладний, разовий, миттєвий інструмент;
- б) форвард – пролонгований, строковий інструмент;
- в) опціон – варіативний інструмент;
- г) депозит – внесковий інструмент.

Уоррен Едвардес працює виконавчим директором Delphi Risk Management, лондонської компанії, яка пропонує консультаційні послуги з питань банківських новацій, комунікаційного розвитку та антикризового менеджменту. Його досвід роботи на фінансовому ринку становить понад 20 років.

На його думку, переважна більшість фінансових інструментів, що створені чи можуть бути створені, розкладаються на 4 базових інструменти.

Спот – це договірне зобов’язання невідкладно продати або купити певний товар за визначену суму або ж обміняти одну валюту на іншу. Термін розрахунку при обмінних спотових операціях, як правило, становить максимум 2 бізнес-дні. Проте це ще не дериватив, деривативи можуть бути створені на його основі.

Існує 2 види угод, використання яких пов’язано з ризиками, – це форвардні (продовжані) та опціонні (варіативні) інструменти. Інструменти цих типів бувають безпосередніми (від. англ. – over-the-

counter, OTC), коли угода укладається між певною організацією та банком, міжбанківські та обмінні. Обмінні форвардні інструменти називають ф’ючерсними.

Залишається ще депозитний (внесковий) інструмент. Зрозуміло, що внесення на депозит є оберненим позиковим інструментом: якщо одна зі сторін вносить кошти на депозит, то її партнер у цій ситуації вносить на свій баланс позику. За допомогою депозитних інструментів можна маніпулювати коштами у часі або ж збалансувати потоки коштів, врівноважуючи пакетом з кількох депозитів їх середню відсоткову ставку. На рисунку 2 зображені складові похідного фінансового інструменту.

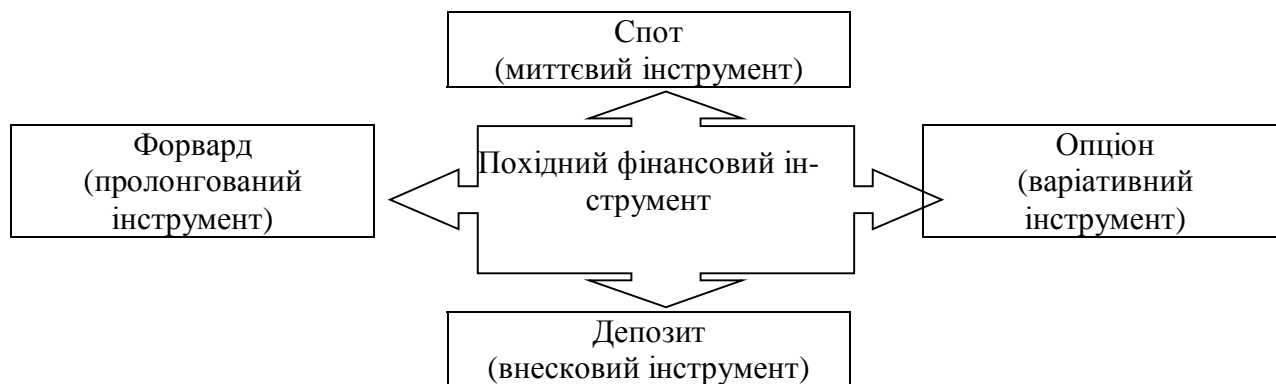


Рисунок 2. Складові похідного фінансового інструменту

Отже, класифікація деривативів ґрунтується на виокремленні 4-х форм похідних цінних паперів, які, в свою чергу, поділяються на окремі види в залежності від базового активу (товарний ф’ючерс, валютний ф’ючерс, ф’ючерс на біржовий індекс, відсотковий своп, валютний своп, валютний форвард, валютний опціон, опціон на цінні папери або навіть більш складні види: опціон на ф’ючерс тощо).

Зупинимось на більш детальному розгляді варіативного фінансового інструменту – опціону, оскільки цей інструмент відповідно до звітних даних ДКЦПФР є першим і поки що останнім похідним фінансовим інструментом, що був емітований та зареєстрований ДКЦПФР. Станом на 1 січня 2004р. було зареєстровано 8 випусків опціонів загальною кількістю 817,4 тис.шт. на суму 198,21 млн.грн., у т.ч. у

2003р. зареєстровано 3 випуски опціонів кількістю 315,43 тис.шт. на суму 99,69 млн.грн. Основним емітентом опціонів в Україні є ВАТ «Укртелеком».

Темі використання опціонів було присвячено багато наукових праць і деякі з них вельми ґрунтовні. Але характерним є те, що переважна більшість вчених акцентують увагу на опціонах, базовими активами за якими виступають акції. Зокрема, в роботі Гуслістого А.В. та Силантьєва С.А. «Логіка опціонної торгівлі» мета створення опціону визначена дуже чітко – це фінансові інструменти для хеджування. На їх думку, опціон – це «узаконений контракт між двома інвесторами про купівлю та продаж акцій за визначеною ціною у заданому інтервалі часу» [6, С. 8].

Звернемося до українського законодавства. «Опціон – стандартний доку-

мент, який засвідчує право придбати (продати) цінні папери (товари, кошти) на визначених умовах у майбутньому ...» [4]. Отже Закон не заперечує використання товарних опціонів.

Деякі вчені пояснюють свою позицію щодо акцентування уваги саме на фондових опціонах тим, що розвинені країни вже досить давно не користуються опціонами з метою купівлі-продажу товарів. Але, як було зазначено вище, для досягнення розвитку фондового ринку до рівня провідних країн світу Україна повинна пройти всі еволюційні етапи. Для цього доцільним є ознайомлення з історією деривативів. Деривативи відомі ще з XVII століття. В історії бірж Європи XVII ст. загальновідомою є торгівля цибулинами тюльпанів. У середині XIX ст. ф'ючерси на сільськогосподарські товари стають важливішим інструментом у торгівлі зерном на північноамериканському ринку [3, С. 59]. Товарні ф'ючерси та опціони – основні інструменти торгівлі на всіх товарних біржах. Але на сьогоднішній день доля товарних деривативів в розвинених країнах складає менш ніж 1%. Отже, поява та широке використання товарних деривативів дало поштовх для розвитку ринку похідних фінансових інструментів.

Зупинимось на питанні, чи доцільно сьогодні розглядати саме ті опціони, базовим активом за якими виступають акції. Адже як стверджують деякі фахівці, сьогодні в Україні існує правова незахищеність власників акцій [7, С. 12-14], що виявляється в наступному:

виплата дивідендів (тобто «офіційних» та основних стимулів для придбання акцій) не є пріоритетом для українських підприємств;

дискримінації акціонерів щодо доступу до управління підприємством.

До того ж, вітчизняний ринок, за твердженням окремих фахівців, не виконує

своїх функцій одного з джерел інвестицій, а лише виступає банальним інструментом перерозподілу власності [7, С. 12-14]. Багато хто з авторів стверджує, що причина цього складається в тому, що вітчизняний бізнес (особливо його «елітна» частина – ПФГ) не має потреби у фондовому ринку як головному інструменті залучення грошей. Таким чином, для повноцінного функціонування фондового ринку необхідна як мінімум зміна орієнтирів у стратегії крупніших учасників ринку.

Доведемо доцільність використання похідних цінних паперів як інструментів фінансування у фінансово-господарській діяльності промислових підприємств на прикладі відкритого акціонерного товариства «Стаханівський вагонобудівний завод». Зокрема, розглянемо випадок емісії товарних деривативів на купівлю готової продукції. Але зазначимо, що основним завданням емісії є не безпосередня реалізація продукції, а залучення додаткових коштів. Причому не у формі позикового капіталу, а для збільшення обсягу власного капіталу, точніше збільшення нерозподіленого прибутку. У даному випадку можна застосувати велику кількість варіантів похідних фінансових інструментів, формування яких базується на специфіці діяльності емітента. Але принцип використання такого деривативу як джерела отримання додаткового прибутку залишається незмінним.

Відповідно до фінансової звітності станом на 1 січня 2005 р. нерозподілений збиток ВАТ «СВЗ» склав 76657,3 тис.грн. На підставі аналізу фінансового стану підприємства за 2004 р. можна казати про необхідність проведення діагностики вірогідності банкрутства до і після використання деривативів. Для цього застосуємо дискримінантно-факторну модель Альтмана 1983 р. для підприємств, акції яких не котируються на ринку. Модель Альтмана має вигляд:

$$Z = 0,717 \cdot K_1 + 0,847 \cdot K_2 + 3,107 \cdot K_3 + 0,42 \cdot K_4 + 0,995 \cdot K_5,$$

де K_1 – відношення власного оборотного капіталу до суми всіх активів під-

приємства, тис.грн.;

K_2 – відношення нерозподіленого прибутку до суми активів, тис.грн.;

K_3 – рівень доходності активів, тобто відношення загального прибутку до суми активів, тис.грн.;

K_4 – відношення балансової вартості власного капіталу до суми залученого капіталу, тис.грн.;

K_5 – коефіцієнт оборотності активів, тобто відношення виручки від реалізації до середньої суми активів, тис.грн.

Припустимо, підприємство випускає деривативи з метою залучення додат-

кових коштів у розмірі 1/3 обсягу собівартості реалізованої продукції (за даними Звіту про фінансові результати за 2004 р.). Отже, сума загальної емісії (премії емітента) складе 40797,4 тис.грн.

Основні показники, необхідні для проведення діагностики банкрутства ВАТ «СВЗ» до і після випуску похідних фінансових інструментів з метою залучення додаткових коштів, а також розрахунок п'ятифакторної моделі Альтмана 1983 р. наведені в таблиці 1.

Таблиця 1.

Оцінка вірогідності банкрутства відкритого акціонерного товариства «Стаханівський вагонобудівний завод» за п'ятифакторною моделлю Альтмана до і після використання деривативів як інструмента фінансування, тис.грн.

Назва показника	Значення показника до використання деривативів	Значення показника після використання деривативів
Сума активів:		
- на початок року	141882,3	141882,3
- на кінець року	135897,9	176695,3
Необоротні активи	74165,0	74165,0
Власний капітал	31020,7	71818,1
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	(76657,3)	(35859,9)
Загальний прибуток	2339,0	2339,0
Залучений капітал	104877,2	104877,2
Виручка від реалізації	135332,3	135332,3
K_1	-0,317	-0,013
K_2	-0,564	-0,203
K_3	0,017	0,013
K_4	0,296	0,685
K_5	0,974	0,850
Інтегральний коефіцієнт	0,442	0,993

Розрахунок здійснимо за даними на момент одразу після продажу емітованих цінних паперів до проведення будь-яких господарських операцій із залученими коштами. Таким чином, валюта балансу збільшиться на загальну суму емісії, у тому числі в пасиві: на суму приросту поточних зобов'язань і на суму збільшення власного капіталу, а в активі: на суму грошових коштів в національній валюті. На момент здійснення операцій прибуток від операційної діяльності дорівнював величині

прибутку звітного періоду.

Отже, незважаючи на фінансовий стан підприємства і на ступінь імовірності втрати кредитоспроможності та настання банкрутства після запровадження в практику деривативів як джерела фінансування спостерігається значне покращення інтегрального показника. В цілях більш глибокого аналізу фінансового стану можна скористатись багатьма іншими дискримінантно-факторними моделями, зокрема, моделями Ліса, Таффлера, Спрингейта, російсь-

кою R-моделлю ІДЕА, моделями Сайфулліна і Кадикова, універсальною дискримінантною функцією Терещенка та інш. Але кінцева мета може вважатись досягнутою – визначена роль деривативів у прийнятті стратегічних рішень і доведена доцільність використання деривативів у фінансово-господарській діяльності промислових підприємств як джерела залучення додаткових коштів.

В теорії фінансів розглядається безліч форм і видів похідних фінансових інструментів. Більшість авторів схиляються до думки, що основу класу похідних фінансових інструментів становлять ф'ючерсні, форвардні, опціонні угоди та свопи. Класифікація деривативів ґрунтується на виокремленні чотирьох форм похідних цінних паперів, які, в свою чергу, поділяються на окремі види в залежності від базового активу. Вибір виду деривативу безпосередньо впливає на прийняття підприємством конкретного стратегічного рішення.

Походження будь-якого фінансового інструменту ґрунтується на основі поєднання чотирьох основних фінансових інструментів, до яких належать: спот, форвард, опціон і депозит.

Для досягнення розвитку фондового ринку до рівня провідних країн світу Україна повинна пройти всі еволюційні етапи, адже поява та широке використання саме товарних деривативів дало поштовх

для розвитку ринку похідних фінансових інструментів.

Література

1. Гоффе В. Своп як ефективний інструмент управління ризиком // Ринок цінних паперів України. – 2003. – № 11-12. – С. 77-80.
2. Савчук Н., Новодворський Я. Роль похідних цінних паперів у економічному розвитку суспільства // Ринок цінних паперів України. – № 1-2. – С. 51-55.
3. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Издательство Экзамен, 2002. – 448 с.
4. Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» від 28.12.1994р. № 334/94-ВР зі змінами та доповненнями, внесеними Законом України від 24.12.2002р. № 349-IV.
5. Едвардес Уоррен. Ключові фінансові інструменти: Орієнтування на інновації у світі деривативів: Пер. з англ. – К.: Всеувиито; Наукова думка, 2003. – 256 с.
6. Гуслистый А.В. Логика опционной торговли / А.В.Гуслистый, С.А.Силантьев. – М.: Интернет-трейдинг, 2003. – 342 с.
7. Дмитренко А. Акционерный трембофлебит // Фондовый рынок. – 2004. – № 36. – С.12-14.

Статья поступила в редакцию 25.04.2005