

УДК 336.7

Єгоричева С. Б.,

кандидат економічних наук, доцент Полтавського університету споживчої кооперації України, провідний науковий співробітник Науково-дослідного центру економічних досліджень, м. Полтава

СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ

У статті досліджуються основні напрями розробки та впровадження банками фінансових інновацій. Аналізується вплив фінансових інновацій на розвиток банківської системи та реальної економіки.

Ключові слова: інноваційна діяльність, фінансовий ринок, банк, фінансова послуга, фінансові посередники, фінансовий інжиніринг.

В статье исследовано основные направления разработки и внедрения банками финансовых инноваций. Анализируется влияние финансовых инноваций на развитие банковской системы и реальной экономики.

Ключевые слова: инновационная деятельность, финансовый рынок, банк, финансовая услуга, финансовые посредники, финансовый инжиниринг.

The main trends in bank financial innovations' development and introduction are examined in the article. The financial innovations' influence on the development of bank system and real economy is analyzed.

Key words: innovation activity, financial market, bank, financial service, financial intermediaries, financial engineering.

Постановка проблеми. В усьому світі останні десятиліття стали періодом інтенсивної інноваційної діяльності банків на різних сегментах фінансових ринків. Достатньо стабільна економічна кон'юнктура, а також чисельні причини об'єктивного та суб'єктивного порядку сприяли активізації діяльності у сфері фінансових інновацій, результатом чого стала поява величезної кількості нових похідних, гібридних, структурованих фінансових інструментів, створених з метою найкращого задоволення потреб емітентів у залученні ресурсів, інвесторів – у розміщенні капіталу, а тих й інших – у зниженні ступеня ризику проведення операцій. Проте не завжди достатніми були механізми регулювання цієї діяльності, далеко не всі наслідки впровадження сучасних фінансових інновацій були належним чином прораховані.

Загальносвітові тенденції розвитку фінансових послуг знаходять певне втілення і у нашій країні, незважаючи на те, що фінансові ринки в Україні є доволі слабкими і для їх повноцінного функціонування не вистачає ні зако-

нодавчих, ні економічних умов. Разом з тим, українські банки повинні формувати стратегії своєї діяльності у цьому напрямку з урахуванням наявного світового досвіду та проблем, що виявилися, зокрема, під час фінансової кризи. Такий аналіз може надати певні орієнтири щодо організації ефективного контролю за розвитком фінансових інновацій і регулюючим органам.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Слід зазначити, що у західній економічній літературі питання інноваційної діяльності банків на фінансових ринках активно аналізуються із середини 1970-х років, коли чітко позначився майже "вибуховий" процес створення різноманітних фінансових інновацій. Аналіз факторів їх виникнення, опис конкретних видів інновацій, механізмів їх створення містяться у працях Р. Колба, Дж. Маршалла, Р. Мертона, М. Міллера, Х. Мінскі, Ф. Мишкіна, У. Сілбера, Дж. Фіннерті. Окремі аспекти зазначеної проблеми досліджують такі українські та російські вчені, як О. В. Абакуменко, З. О. Воробйова, О. В. Кавкін, Я. М. Міркін, О. П. Ковальов, О. М. Сохацька та інші. Проте події останніх років на світових фінансових ринках дещо змінили традиційне уявлення щодо ефективності та наслідків впровадження фінансових інновацій, на що науковцями не завжди звертається увага.

Мета і завдання дослідження. Мета дослідження полягає у визначенні сформованих в останні десятиліття основних напрямків інноваційної діяльності банків на фінансових ринках та окресленні проблем, що виявилися під час світової фінансової кризи, з метою подальшого врахування їх в українській практиці.

Виклад основного матеріалу. У сучасних умовах виконання таких функцій фінансових посередників, як забезпечення сприятливих умов для здійснення заощаджень та запозичень, підвищення ефективності використання капіталів, оцінка ризиків та створення можливостей для їх передачі тощо, вимагає від банків інноваційних підходів та формування інноваційних стратегій в усіх сферах своєї діяльності. Фінансова система з часом стає все складнішою, що є наслідком істотного збільшення кількості учасників ринків, різноманітності та обсягів фінансових трансакцій, а також ризиків, які їх супроводжують. Це вимагає вдосконалення і фінансових технологій. Тому протягом останніх десятиліть банки, як інвестиційні, так й комерційні, активно займаються фінансовим інжинірингом, сутність якого, на думку американського економіста Дж. Фіннерті, полягає у проектуванні, розробці та реалізації інноваційних фінансових інструментів та процесів, а також застосуванні творчого вирішення проблем у сфері фінансів [1].

Фінансові інновації забезпечують своїм користувачам більш ефективний перерозподіл ресурсів, доходності, ризиків, ліквідності та інформації з метою отримання додаткового прибутку. За причинами виникнення, вони поділяються на автономні та індуковані. Автономні інновації мають дещо спонтанне походження, тобто спочатку з'являється певна схема або

ідея, яку потім банківські фахівці намагаються ефективно застосувати на фінансовому ринку. В іншому випадку спочатку виникає проблемна ситуація, а інновація стає результатом пошуку виходу з неї.

Як свідчить практика, більшість фінансових інновацій є індукованими. Західні економісти виділяють наступні фактори, що стимулюють розвиток фінансового інжинірингу: потреби ризик-менеджменту, проблеми оподаткування, регуляторний вплив, необхідність зменшення емісійних та трансакційних витрат, волатильність відсоткових ставок і валютних курсів, нові комп'ютерні технології, результати академічних досліджень [2]. Узагальнюючи, можна сказати, що цей процес спрямований на подолання неефективності та недосконаlosti фінансових ринків. Проте повністю реалізувати цю мету неможливо, оскільки умови діяльності та уподобання емітентів та інвесторів щодо строку, гарантій, характеристик грошових потоків тощо, змінюються, й тому постійно з'являються потреби, які можна реалізувати тільки шляхом застосування нових фінансових рішень.

Інтенсивність інноваційної діяльності на фінансових ринках залежить від моделей фінансування, що історично склалися у певних країнах: більшість фінансових інновацій виникло у країнах з прямим, ринковим типом фінансування – насамперед, у США. Найбільшими інноваторами у сфері фінансів вважаються такі американські інвестиційні банки, як Merrill Lynch, Morgan Stanley, Smith Barney, Goldman Sachs, J.P. Morgan. Разом з тим, своєрідним “інкубатором” фінансових інновацій, через відсутність державного регулювання, перепон для конкуренції та різноманіття учасників угод, стали євровалютний та єврооблігаційний ринки.

На наш погляд, основними напрямками інноваційної діяльності банків на фінансових ринках за останні десятиліття стало створення та активне використання похідних фінансових інструментів, розробка нових видів дольових та боргових цінних паперів, створення нових фінансових технологій – таких, як сек'юритизація, механізм LBO (викуп контрольного пакету акцій компанії за рахунок кредиту), унікальні умови емісії цінних паперів, проектне фінансування тощо.

Аналізуючи різноманіття існуючих зараз похідних фінансових інструментів, можна сказати, що не всі вони є результатом фінансового інжинірингу тільки банківських установ. Проте стрімкий розвиток позабіржового сегменту ринку деривативів, які наділяються індивідуальними характеристиками, свідчить про те, що банки активно пропонують їх клієнтам та використовують для власних потреб, а також проводять наукові дослідження з цієї тематики. Тому не випадково саме інвестиційний банк J.P. Morgan у 2007 році авторитетним британським виданням “Risk Magazine” був названий кращою установою по роботі з деривативами за минулі двадцять років [3].

Похідні фінансові інструменти дозволяють учасникам ринку, незалежно від виставленої при укладанні угоди вимоги або прийнятого

зобов'язання, оперувати відокремлено різними характеристиками інвестування і для кожної з них, відповідно, оцінювати вигоди та ризики. За період кінця XX – початку XXI ст. різноманіття та складність деривативів значно збільшилися, широкої популярності набули такі фінансові інструменти, як контракти на різницю (CFD), зокрема, розрахункові форварди та угоди на майбутню відсоткову ставку, валютно-процентні свопи, свопи на цінні папери, екзотичні опціони, свопціони, подвійні опціони тощо. Обсяг ринку похідних фінансових інструментів, за даними Банку міжнародних розрахунків на середину 2008 року, становив 753,4 трлн дол., причому більшу частину його склали позабіржові інструменти, а серед останніх – відсоткові свопи та опціони [4].

Проте на сучасному етапі одним з найбільш цікавих та запитуваних видів фінансових інновацій є кредитні деривативи, створення та використання яких було спрямовано на страхування вже не ринкових, а кредитних ризиків. Кредитні похідні інструменти дозволяють відокремити кредитний ризик від інших кількісних та якісних аспектів володіння різного роду активами (позики, облігації тощо) та передати його за певну винагороду спекулятивно налаштованим учасникам фінансового ринку. Контракти, що мають форму кредитних деривативів, передбачають, що покупець ризику компенсує продавцю ризику втрати, що пов'язані з такими подіями, як неповернення кредиту, зниження кредитного рейтингу або банкрутство позичальника, пролонгація погашення кредиту тощо. Першим офіційно визнаним маркет-мейкером ринку кредитних деривативів став американський банк Bankers Trust, який здійснив угоду з їх використанням у 1992 році.

Найбільш широким класом кредитних деривативів є свопи на кредитний дефолт – CDS (англ. Credit Default Swap). Класична форма CDS є договором між двома сторонами, згідно якого відбувається обмін (своп) періодичних платежів з боку покупця кредитного захисту на виплату продавцем кредитного захисту оговореної у контракті суми у випадку, якщо відбудеться дефолт стосовно деяких фінансових активів. Іншим, не менш розповсюдженим видом кредитних деривативів є кредитні ноти – CLN (англ. Credit Linked Notes), які визначаються як цінні папери (облігації), що емітуються банком і повинні бути погашені за номіналом у строк платежу, якщо попередньо узгоджена сторонами подія відносно певного активу (позики) не настала. При настанні цієї події, наприклад, неплатоспроможності або банкрутстві позичальника, банк-емітент має право на невиплату відсотків за облігаціями, або на відстрочку виплати основного боргу, або на зменшення розміру погашення на суму втрат за кредитом.

Сфера сучасного застосування кредитних деривативів банківськими установами є дуже широкою. Це побудова ефективних банківських портфельів, страхування від ризику банкрутства основних клієнтів, здійснення більш ефективного проектного фінансування, розширення дилерської або маркет-мейкерської діяльності тощо. Проте ще до початку світової фінан-

сової кризи намітилися певні проблеми, що пов'язані з функціонуванням кредитних деривативів. По-перше, механізм перепродажу ризиків фактично призводить не до їх рівномірного розподілу по економічній системі, а, навпаки, до концентрації в інститутах, які не змогли адекватно оцінити свою спроможність прийняти ці ризики та, у разі необхідності, абсорбувати збитки; як наслідок, це викликає ланцюжок невиконання контрактів. По-друге, кредитні деривативи викривляють систему оцінки ризиків: замість того, щоб оцінювати та приймати кредитні ризики розумно, у фінансового інституту з'являється спокуса придбати страховий захист і просто зняти проблему. Зрештою, застосування такого механізму призводить до зростання сукупного обсягу кредитних ризиків в економіці. Ці спостереження є дуже корисними з точки зору перспектив впровадження кредитних деривативів в українську економіку.

Іншим напрямком інноваційної діяльності банків стала модифікація вже давно існуючих цінних паперів – акцій та облігацій – та надання їм особливих характеристик для задоволення специфічних потреб емітентів та інвесторів у формуванні бажаних грошових потоків з найкращим можливим сполученням ризику, доходності та ліквідності. При створенні інновацій банків, як правило, використовують наступні методи: комбінування існуючих продуктів та їх елементів; декомпозиція цінних паперів, тобто роз'єднання їх елементів; використання вже відомих властивостей у новій якості.

Результатами фінансового інжинірингу стали гібридні та структуровані цінні папери. Перші з них поєднують характеристики облігацій та акцій: привілейовані акції з плаваючою відсотковою ставкою, конвертовані облігації, облігації з правом участі у прибутках, забезпечені преміальні облігації з відділеним варрантом на акції тощо.

Структуровані цінні папери (або, за визначенням Дж. Маршалла, деривативні цінні папери [5]) є значно ширшою та диверсифікованою категорією, вони створюються шляхом поєднання в єдиний інструмент класичного цінного паперу та одного або декількох деривативів з метою підвищення ліквідності, диверсифікації ризику та оптимізації доходу. До таких інноваційних цінних паперів, як правило, відносяться:

- облігації з плаваючою відсотковою ставкою, яких зараз існує вже більше двадцяти видів;
- бівалютні облігації, що представляють собою комбінацію облігацій з валютними форвардами або опціонами;
- облігації, що індексуються до рівня інфляції, з вбудованим опціоном, який гарантує інвестору збереження номіналу облігації;
- звичайні акції з правом дострокового повернення (поєднуються з пут-опціоном);
- ноти, що прив'язані до якого-небудь активу або акцій (PERKS банку Morgan Stanley, ELKS банку Citigroup, MITTS банку Merrill Lynch) тощо.

Перевагою всіх цих фінансових інструментів в умовах високої нестабільності на фондових ринках є збереження інвестором вкладеного капіталу при будь-якому розвитку подій та можливість отримання прибутку при сприятливій зміні кон'юнктури ринку.

Найцікавішою інновацією останніх років на ринку дольових цінних паперів стала поява нових фінансових інструментів інвестування, які отримали назву ETFs (англ. Exchange Traded Funds – фонди, що торгуються на біржі), по-іншому, акції індексних фондів або просто індексні акції. Ринок їх особливо динамічно почав розвиватися з 2000 року. Вони представляють собою акції інвестиційних фондів, портфелі яких повністю відповідають складу якого-небудь фондового індексу, тому вартість цих цінних паперів змінюється відповідно до зміни індексу. Розробка цього продукту та ініціатива його впровадження належить інвестиційним банкам та фондовим біржам. Серед основних емітентів індексних акцій – банки Barclays (iShares), Merrill Lynch (HOLDERS), Deutsche Bank (db x-trackers), BNP Paribas (EasyETF) та інші.

Ще одним важливим напрямком генерації інноваційних фінансових продуктів в останні десятиліття стала сек'юритизація, під якою розуміється продаж частини активів банку у формі цінних паперів, які забезпечені цими активами і погашаються потоком платежів, що ними генеруються. Сек'юритизація дозволяє банкам передавати кредитний ризик іншим учасникам ринку – інвесторам, які зацікавлені у довгостроковому, надійному та доходному розміщенні капіталу. Першими активами, що були задіяні у процесі сек'юритизації, стали іпотечні кредити, потім до них додалися споживчі позики, автокредити, кредити за платіжними картками тощо. Найбільшими операторами на цьому ринку вважаються такі банки, як Merrill Lynch, Morgan Stanley, Citigroup, Deutsche Bank, UBS, Lehman Brothers та Bear Stearns (два останніх збанкрутували у 2008 р. і були поглинуті іншими банками).

Облігації, забезпечені іпотекою (англ. Mortgage Backed Securities – MBS), є найпростішими серед цінних паперів, що виникли внаслідок сек'юритизації. На їх основі були створені нові похідні фінансові інструменти – облігації, забезпечені борговими зобов'язаннями (англ. Collateralized Debt Obligations – CDO). Якщо основу іпотечних облігацій складають платежі за відповідними кредитами, то основу CDO – платежі за самими облігаціями, і об'єднуються у пули вже останні. Таким чином, CDO фактично є похідними від інших похідних фінансових інструментів (похідні другого порядку). Популярність застосування такого механізму за останні роки значно зросла: якщо обсяг випуску CDO в 2004 році становив 145 млрд. дол., то в 2006 р. він перевищив 503 млрд дол., тобто збільшився у 3,5 рази [6]. Проте на цьому процес фінансового інжинірингу не зупинився і були створені CDO, в основу яких були покладені грошові потоки від інших CDO, тобто з'явилися "CDO у квадрати".

Крім того, новим продуктом у ряду цінних паперів, що виникли в процесі сек'юритизації, стали так звані стріпіровані цінні папери, забезпечені іпотекою – SMBS (англ. Stripped mortgage-backed securities). Термін “стріпірування” означає роздільну торгівлю купонами облігації та правом отримання основної суми боргу за нею, тобто нові цінні папери створювалися на основі окремих грошових потоків, пов'язаних зі сплатою основного боргу та зі сплатою відсотків.

Узагальнюючи наслідки впровадження фінансових інновацій, не можна не зазначити позитивних ефектів, що мав цей процес, як-то: покращення розподілу ресурсів, що створює перспективи для довгострокового зростання; зменшення коливань темпів економічного росту; підвищення гнучкості фінансових структур та стратегій підприємств та домашніх господарств, зменшення асиметрії інформації на кредитному ринку тощо.

Разом з тим, фінансові інновації зробили можливим економічний бум та розвиток ринку нерухомості поза залежністю від стабільного та поступального розвитку реального сектора. Фінансова компонента світового господарства зараз розширюється на порядок швидше виробництва та торгівлі, її гіпертрофована роль та спекулятивний характер призводять до того, що вона стає спроможною дестабілізувати міжнародний економічний порядок.

В умовах світової фінансової кризи, що розпочалася як криза ринку субстандартного іпотечного кредитування у США, і процес сек'юритизації оцінюється аналітиками значно критичніше, ніж це було раніше. Фактично цей механізм дозволив банкам здійснювати значно ризикованіше кредитування, ніж об'єктивно було можливо. Крім того, сек'юритизація довгострокових зобов'язань та їх подальше “переупакування” у цінні папери з високими рейтингами суттєво розширили перелік інвесторів, які наражалися на ризики ринку іпотечного кредитування.

У наш час спостерігається переоцінка відношення до структурованих фінансів та деривативів: первісно вони створювалися як ефективні інструменти управління ризиками, а опинилися в епіцентрі кризи, оскільки завдяки їх використанню ризики не зникали, а трансформувалися та набирали нового вигляду. Проте можна припустити, що у цьому винні не самі фінансові інструменти, а невміння ними користуватися, незнання їх структури та неспроможність розрахувати наслідки їх впровадження. Нереалістично закликати до відмови від використання складних фінансових продуктів або забороняти створення нових їх видів, оскільки без них сучасна фінансова система навряд чи зможе існувати. Необхідний перехід від нарошення кількості нововведень до якості управління ними та поглиблення розуміння їх впливу на економічну ситуацію.

Слід зазначити, що західні науковці неодноразово попереджали про те, що навіть найбільш кваліфіковані учасники ринків не мали достатніх знань про нові інструменти, що пропонувалися. Тому фінансові посеред-

ники, що розробляють інновації, повинні більш доступно та різнопланово пояснювати умови функціонування інноваційних фінансових продуктів, можливі їх наслідки у найближчій та більш віддаленій перспективі. Тільки тоді споживачі зможуть приймати виважені рішення стосовно використання певних фінансових інструментів. Більш того, провідні фінансиста світу, серед яких Дж. Сорос, У. Баффет та інші, настійливо пропонують ввести реєстрацію випусків структурованих цінних паперів – CDO, кредитних дефолтних свопів тощо, та угод з ними для того, щоб мати уявлення про їх реальний обсяг, рух та сфери концентрації.

Висновки. Таким чином, тепер, коли особливо відчутні наслідки втрати контролю над рухом капіталу та фінансовою глобалізацією, гостро дискутується питання про те, чи не треба зробити економіку більш регульованою та контрольованою. Швидше за все, потрібно говорити не про збільшення кількості регулюючих норм, а про покращення якості регулювання з точки зору розуміння природи системних ризиків, забезпечення ефективних амортизаторів достатності капіталу та ліквідності, створення еластичної інфраструктури фінансових ринків, покращення кризового менеджменту фінансових ринків тощо. Це дозволить, як зазначається у Декларації саміту "Групи двадцяти" по фінансових ринках та світовій економіці (2008 р.) [7], не підриваючи фундаментальних основ функціонування фінансових ринків, підтримувати на них конкуренцію, динамізм та інновації.

Література:

1. Finnerty J. D. Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview // Financial Management. – Winter, 1998. – P. 14-36.
2. Liaw K. Thomas. Capital Markets. – Thomson: 2004. – 603 p.
3. Режим доступу: <http://www.risk.net/>
4. Режим доступу: <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>
5. Marshall J.F. Dictionary of Financial Engineering. – NY: John Wiley and Sons, 2000. – 289 p.
6. Перепелиця В. Кризис в США: зарождение и развитие // Банковский вестник. – 2008. – № 11. – С. 16-21.
7. Режим доступу: http://bin.com.ua/templates/news_article_big.shtml?id=84201