

## ПРИЙНЯТТЯ УПРАВЛІНСЬКИХ РІШЕНЬ ПРО ВИКОРИСТАННЯ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ ТА ВІДОБРАЖЕННЯ ЇХ У ФІНАНСОВІЙ ЗВІТНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

© Водовіз О.П., 2007

**Розглянуто фінансово-економічну суть похідних фінансових інструментів зі вмонтованими в них деривативами як їхній підвид. Проаналізовано чинники, які впливають на прийняття управлінських рішень щодо використання фінансових інструментів та роз'яснено процедуру їхнього відображення у фінансовій звітності підприємства.**

**The article surveys the financial and economical nature of compound financial instruments with embedded derivatives as their subclass. Was analised the factors of managerial decision making as for using this instruments and explained the procedure of their recognition in financial statements.**

**Постановка проблеми.** Залучення коштів компанією, для фінансування робочого капіталу – одне з найголовніших завдань топ-менеджменту підприємства. Прийняття рішення про залучення додаткових інвестицій (коштів) може стати точкою відліку стрімкого “прориву” компанії у конкурентній боротьбі на ринку, або початком “скачування” в борги та повну залежність від кредитора чи інвестора, яка може призвести до банкрутства або втрати контролю над підприємством. Є ціла низка способів залучення додаткового капіталу, серед яких можна виділити пайові фінансові інструменти, боргові та похідні фінансові інструменти. Пайовий та борговий способи залучення капіталу поширені в Україні, а залучення коштів за допомогою похідних фінансових інструментів, зокрема складних (гібридних), які містять складову, як зобов'язання так і капіталу, ще не прижилися в наших умовах господарювання. Гібридні фінансові інструменти “чужі” як для національного інвестора, так і для бенефіціара позичкового капіталу. Вимоги ринку спонукають національні компанії до пошуку різних способів залучення капіталів і чим дешевший спосіб, тим більше ризиків хеджує компанія. Звернемо увагу на особливий вид похідних фінансових інструментів – вмонтовані деривативи (embedded derivative), тобто гібридні фінансові інструменти, найпоширенішими серед них є конвертовані облігації (convertible bonds, convertibles) та варанти (warrants).

Вивчення фінансової суті цих інструментів пояснює, чому їх називають “вмонтованими”. Конвертовані облігації – це облігації, які можуть конвертуватися при настанні певного терміну в звичайні акції компанії (тобто містять в собі опціон на придбання акцій, option “call”) за наперед визначеною ціною, розмір якої має пряме відношення до ціни базису такого інструмента, тобто – акцій. Варанти – це похідний фінансовий інструмент, який передбачає, у разі настання певного терміну, обмін на звичайні акції компанії за ціною, що коливається відповідно до ціни акцій, які є базисом такого фінансового інструменту [4].

**Аналіз досліджень і публікацій** показав, що сьогодні в Україні не існує належного законодавчого та методологічного забезпечення використання та обліку вищезазначених фінансових інструментів. Дослідження законодавства дає змогу стверджувати, що серед великої кількості нормативно-правових документів, які регулюють обіг цінних паперів, не існує зведених норм і правил обігу та випуску як конвертованих облігацій, так і варантів. Єдина згадка про похідні цінні папери у Законі “Про цінні папери та фондовий ринок”, у статті 3, пункт 5: “Похідні цінні папери – цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання, чи продажу

протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів.”[5] Хоча спостерігається певний рух у напрямку до законодавчого врегулювання цих фінансових інструментів [14]. Ґрунтовних досліджень з відображення у звітності та використання у фінансовому менеджменті варантів та конвертованих облігацій обмаль. Проте похідні фінансові інструменти досліджено українськими вченими-економістами: А. Безп’ятовою, С. Боринцем, В. Гоффе, А. Гальчинським, З. Луцишиним, С. Науменковим, О. Плотніковим, О. Пономаренком, М. Сільчеко, О. Сльозко, О. Сохацькою, В. Суторміною, В. Федоровим, А. Філіпенком, Є. Шаповаловим, А. Чухном та іншими [3, 8, 13, 15, 16].

Розглядаючи використання вмонтованих фінансових деривативів у фінансовому менеджменті, відзначимо науковий внесок А.В. Безп’ятова, який у своїх дослідженнях дав широкоаспектну оцінку вмонтованим деривативам. Погоджуємося, що такі фінансові інструменти обов’язково використовуватимуться в найближчому майбутньому на національному ринку фінансових інструментів, коли він досягне повнофункціонального становлення [3]. Має рацію Є.Шаповалова, що такі фінансові інструменти є доволі новими, істотні та приховані їхні ризики не досліджено вітчизняним інвестором і потенційним емітентом. Тому такі деривативи для повномасштабного обігу вимагають налагодженої системи торгівлі цінними паперами на ринку, абсолютної автоматизації та інформатизації процесів, пов’язаних із визначенням різних параметрів вмонтованих фінансових інструментів (наприклад, визначення справедливої ціни гібридного інструменту) [16].

Цікавими стосовно виокремлення вмонтованого фінансового інструменту “як наміру на здійснення певної дії” є дослідження О.Пономаренка з проблем обігу цінних паперів в Україні. Він пропонує загальні підходи до бухгалтерського обліку похідних фінансових інструментів, його дослідження спрямоване на організацію обліку таких фінансових інструментів, а не на методологічні аспекти відображення їх у фінансовій звітності [13].

Якщо проаналізувати нормативно-правове регулювання предмета нашого дослідження, то істотний внесок у систематизацію та обґрунтування правових аспектів, щодо використання гібридних фінансових інструментів зробила Я.Ю. Крамаренко. Вона запропонувала характеристику похідних фінансових інструментів та вмонтованих деривативів, зокрема виділила варант, як особливий вид опціону. В наукових працях інших українських економістів поняття варанту як особливого фінансового інструменту не розглядається [8]. Не можна залишити поза увагою дослідження М.В. Сільченко, яка зосереджує увагу на фінансово-економічних засадах побудови ціноутворення опціонів, зокрема розглянуто методику оцінки опціону як деривативу, як основу для дослідження ціноутворення вмонтованих деривативів в “основний” договір, як у разі з конвертованими облігаціями та прикріпленими до них варантів на купівлю(обмін) акцій [15].

**Цілі статті** полягають у дослідженні використання національними та зарубіжними підприємствами похідних фінансових інструментів та визначенні основних чинників, які впливають на прийняття управлінських рішень щодо використання цих інструментів підприємством для фінансування робочого капіталу. Головна мета – відображення в фінансовій звітності наслідків випуску конвертованих облігацій і варантів. Оскільки такі операції не регулюються національними П(с)БО, пропонуємо власне бачення розкриття інформації про вищезгадані інструменти у фінансовій звітності підприємств.

**Основний матеріал.** Вивчаючи процедуру відображення вмонтованих деривативів у фінансовій звітності, констатуємо, що Положення (стандарти) бухгалтерського обліку не дають відповіді на запитання, пов’язані з відображенням у гібридному інструменті боргової та пайової складових. Проблема висвітлення такої інформації розглядається лише міжнародними стандартами фінансової звітності. У П(с)БО №13 “Фінансові інструменти” подається тільки класифікація та види похідних фінансових інструментів, даний стандарт не регулює визнання у фінансовій звітності підприємства вмонтованих деривативів і відповідно не дає пояснень щодо розподілу складного фінансового інструменту на боргову та пайову складові [12].

Стосовно складних фінансових інструментів, то П(с)БО 13 не містить чіткого трактування розподілу таких фінансових інструментів на пайову та боргову частини. П(с)БО розглядає тільки загальне визначення складних фінансових інструментів: “**Складний фінансовий інструмент** – фінансовий інструмент, що містить компонент фінансового зобов'язання і компонент інструмента власного капіталу” [12].

Міжнародні стандарти фінансової звітності, зокрема МСФЗ №32 “Фінансові інструменти: розкриття та представлення інформації” та МСФЗ №39 “Фінансові інструменти: визнання та оцінка”, вичерпно регулюють це питання. Згідно МСФЗ №39 похідний вмонтований дериватив – це інструмент, який може бути “елементом складного (гібридного) фінансового інструменту, який складається з “основного” договору та вмонтованого похідного інструменту, який призводить до зміни грошових потоків відповідно до зміни базису закладеного в похідний інструмент.” [11] МСФЗ №32 вимагає обов'язково розкривати про такі інструменти і, якщо можливо, виділяти пайову та боргову складові [10]. Якщо розглядати конвертовані облигації з вмонтованими варантами на купівлю акцій у майбутньому, то у фінансову звітність компанії потрапляє як зобов'язання в частині основного договору за облигаціями, так і капітал в частині опціона за варантом, який передбачає викуп акцій. Пояснення міжнародних стандартів фінансової звітності щодо розподілу складових гібридного інструменту викладемо так:

А) оцінюють борговий елемент – через визначення теперішньої вартості майбутніх грошових потоків за борговим елементом. Це здійснюємо за допомогою ефективної ставки відсотка, а не фактичної, оскільки перша дає змогу визначити справедливую вартість фінансового інструменту, якщо б він був непохідним. Оцінку виконують за допомогою формули:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CFc}{(1+r)^i} + \frac{CFobl}{(1+r)^i},$$

де PV – поточна вартість майбутніх платежів; CFc – майбутні платежі за ставкою купона облигації; CFobl – майбутні платежі за номіналом облигації; r – ефективна ставка відсотка; t – поточний період; n – кількість періодів.[10]

Б) з 1 січня 2005 року МСФЗ вимагають відображення пайового опціону, варанта за методом залишку, тобто від загальної вартості (номінальної) похідного фінансового інструменту віднімають частку боргового елемента, визначеного згідно з формулою, а залишок стосується боргового елемента [6].

В) МСФЗ №32 містить вимогу подання компонентів складного фінансового інструменту незалежно від юридичних аспектів договору, а лише з урахуванням економічної сутності.

Слушною є концепція МСФЗ щодо розподілу складних фінансових інструментів на пайовий та борговий елементи, що може бути впроваджено на українських підприємствах. Проте треба зважати на те, що залишковий принцип розподілу не вповні відображає реальну суть похідного фінансового інструменту. На нашу думку, розподіл потрібно проводити з огляду на наміри потенційних інвесторів щодо використання свого права на частку у капіталі емітента. Зрозуміло, що частка елемента капіталу, яка потрапить у фінансову звітність як капітал, буде значно істотною від тієї, яка визначається за залишковим методом. Світова практика свідчить про те, що тільки 10% інвесторів не використовують опціон на конвертацію облигацій чи варантів, а обмінюють на грошові кошти, після настання періоду погашення випущеного фінансового інструменту емітентом [9]. Тому відображення у звітності частки зобов'язань за залишковим методом, здебільшого, спотворює реальний баланс у частині відображення капіталу та зобов'язань підприємства.

Деривативи такого виду – економічно привабливі, тому менеджери компаній, які зацікавлені у виході на проспект емісії вищезгаданих фінансових інструментів, завжди повинен зважати на ризики та вигоди, які є наслідком такого випуску. Для того, щоб прийняти оптимальне управлінське рішення, менеджер повинен мати до диспозиції повний спектр інформації про можливі вигоди та ризики.

Ймовірні ризики:

- новизна фінансового інструменту та, відповідно, страх перед невизначеністю, у разі використання на українському ринку цінних паперів;
- відсутність методологічної бази для його відображення у звітності згідно з П(с)БО;
- відсутність нормативно-правового забезпечення для юридичного врегулювання обігу похідних деривативів такого типу;
- при можливому використанні фінансових інструментів можлива спроба недружнього поглинання – через викуп значних часток акцій.

Ймовірні вигоди від застосування похідних фінансових інструментів із вмонтованими деривативами:

- фактичне відображення у фінансовій звітності підприємства частки капіталу, а не тільки зобов'язання, якщо з варанти повністю в капіталі, що істотно покращує фінансові показники платоспроможності та автономності;
- наявність вмонтованого деривативу слугує додатковим стимулом для купівлі основного інструменту, наприклад, облігацій;
- опціон, який прикріплений до основного договору, має ціну, яка пов'язана з ціною базисного інструменту, і тому може окремо обертатися і змінювати свою вартість (якщо відокремлення передбачене умовами опціону);
- основна вигода цих фінансових інструментів це – дешевизна залученого капіталу, адже відсоткова ставка за похідним фінансовим інструментом у декілька разів є нижчою за ринкову.

Менеджери підприємства, зважаючи на такий аналіз, мають прийняти рішення про готовність компанії отримати всі вигоди від такого залучення капіталу і враховувати всі ризики.

Ретроспективно оцінити такі випуски в Україні доволі важко, оскільки дуже мало компаній виходили на проспект емісії гібридних фінансових інструментів. Серед них: КР Медіа, Укрнафта, Національний банк (конверсійні державні облігації) [17]. Російський ринок деривативів значно розвинутіший за український, тому в Росії деякі компанії здійснювали такі емісії. Відповідно до потреб ринку було розроблено спеціальні законодавчі акти та приведено Російські стандарти бухгалтерського обліку у відповідність до МСФЗ щодо цього питання. Серед російських підприємств емітували конвертовані облігації та варанти такі компанії :

- 1) ОАО “Лукойл” 1997 рік, випуск конвертованих облігацій на суму 350 млн. доларів США та 2002 рік на 450 млн. доларів США[7];
- 2) Стальна група “МЕЧЕЛ” 2006 рік, емісія конвертованих облігацій на суму 220 млн. доларів США [7];
- 3) РБК “Інформаційні системи” 2003 рік, емісія варантів на викуп простих акцій у 2009 році, на суму 150 млн. доларів США [2].

У світовій практиці ринок похідних фінансових інструментів із вмонтованими деривативами з кожним роком зростає. Серед компаній, які виходили на проспект емісії конвертованих облігацій: SONY Corporation PLC, Lufthansa AG, Merrill Lynch Mining Company, Arcelor Corp., Mittal Steel та інші.[2] Серед компаній, які емітували варанти: Coca-Cola Corp.,Asia Aluminum, Mazda Corp. Plc., Finnair Group, Tui AG та інші. [1]

**Висновки.** Ринок диктує умови, згідно з якими розвиток економіки залежить від гнучкості та швидкості реагування усіх учасників на процеси як всередині економічної системи, так і поза нею. Український ринок запозичень та капіталу не розвинутий для швидкого і якісного реагування на зміни у кон'юктурі відповідних ринків світу. Тому компанії, які діють прозоро та відкрито, виходять на інші ринки запозичень, де є дешевші ресурси. Схиляємося до думки, що в умовах постійної глобалізації та переходу до ринку, ми неминуче прийдемо до того, що з часом, господарські одиниці, які виходять на міжнародні ринки капіталів, будуть шукати нові, дешеві шляхи залучення коштів. Способи використання похідних фінансових інструментів із вмонтованими деривативами, які окреслені у цій статті якраз і є одним із методів дешевого залучення коштів. Проте в Україні не підготовано обліково-звітного, методичного та нормативно-правового

забезпечення для використання підприємствами фінансових інструментів. Вважаємо, що законодавець має приділити більше уваги врегулюванню питань вмонтованих фінансових деривативів для того, щоб вітчизняні компанії, потенційні капітолоотримувачі, могли використовувати у своїй діяльності такі фінансові інструменти. Відображення у звітності випуску таких фінансових інструментів є абсолютно новою ділянкою для вітчизняного бухгалтера, тому у цій статті пропонуємо спосіб відображення у звітності, який буде ґрунтуватися на МСФЗ. Незаперечним є той факт, що вищезгаданий випуск є вигідним для компаній і дає змогу значно здешевити позичкові кошти, але не можна забувати, що такі фінансові інструменти ризикові, тому при прийнятті управлінського рішення, менеджер повинен зважити всі можливі варіанти хеджування цих ризиків. Істотною перевагою вмонтованих фінансових деривативів перед звичайним борговим залученням коштів, проявляється в тому, що емітент цих цінних паперів відображає у фінансовій звітності як зобов'язання (на суму облігації), так і власний капітал (на суму вмонтованого деривативу). Така особливість цих фінансових інструментів дає змогу зберегти на допустимому рівні показники фінансової стійкості та автономності, що є життєвоважливим чинником для компаній, які інтенсивно залучають кредити для фінансування робочого капіталу.

1. Jean J. *Generating Convertibles*: Доступно з [www.forbes.com](http://www.forbes.com). 2. McGregor P. *Why Convertible Bonds Are Issued*: Доступно з [www.dows.com](http://www.dows.com). 3. Безп'ятов А.В. *Розвиток похідних фінансових інструментів у країнах з перехідною економікою: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.05.01 / НАН України; Інститут світової економіки і міжнародних відносин. — К., 2004. — 18 с.* 4. Бригхем Ю. *Фінансовий менеджмент*. — СПб., 2006. 5. Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 р., № 3080-VI // *Відомості Верховної Ради України*. — 2006. — № 31. — С. 268. 6. Кнорр Л. *Новости МСФО // “Дерево решений” для встроенных деривативов*. — 2004 — №15. — С. 2–6. 7. Кондор В. *На три хода вперед // Ведомости*. — 2007. — №15. — С.2–6. 8. Крамаренко Я.Ю. *Облік та аналіз операцій з валютними деривативами в комерційних банках України: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.06.04 / Київський національний економічний ун-т. — К., 2002. — 18 с.* 9. Ладыгин И.В. *Векселя, облигации, IPO — этапы большого пути “средних” компаний*: — Доступно з [www.cbonds.com](http://www.cbonds.com). 10. *Международный стандарт бухгалтерского учета 32 “Финансовые инструменты: раскрытие и представление информации”, утверждено КМСБУ от 01.01.96, пересмотрен в 1999 г., редакция в силе с 01.01.01 г.:* — Доступно з [www.iasb.org](http://www.iasb.org). 12. *Международный стандарт бухгалтерского учета 39 “Финансовые инструменты: признание и оценка”, утверждено КМСБУ от 01.01.01, пересмотрен в 2004 г., редакция в силе от 01.01.05 г.:* — Доступно з [www.iasb.org](http://www.iasb.org). 13. *Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 “Фінансові інструменти”, затверджений наказом Міністерства фінансів України від 26.04.2000 р. № 91 // Все про бухгалтерський облік*. — №37(583) (Спецвипуск 64). — 4/2001. — С. 42–55. 14. Пономаренко О.М. *Облік цінних паперів (теоретичні та організаційні аспекти): Автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.06.04 / Інститут аграрної економіки УААН. — К., 2001. — 23 с.* 15. *Проект Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 15.07.2005 р., № 7818*: Доступно з [www.democracy.com.ua/ua](http://www.democracy.com.ua/ua) >. 16. Сільченко М.В. *Економіко-математичне моделювання процесу ціноутворення на ринку опціонів: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.03.02 / Київський національний економічний ун-т. — К., 2002. — 19 с.* 17. Шаповалов Є.А. *Використання в Україні світового досвіду похідних фінансових інструментів: Автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.05.01 / НАН України; Інститут світової економіки і міжнародних відносин. — К., 2001. — 16 с.* 18. Яворець П.М. *Фондовий ринок. // Галицькі контракти*. — №32, 2006. — с. 24.