

В.С. АСАУЛКО, *магістр фінансов,  
Ялтинський університет менеджмента*

## ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ХЕДЖИРОВАНИЯ ВАЛЮТНОГО РИСКА В УКРАИНЕ

Формирование эффективных рыночных институтов в Украине, обеспечивающих минимизацию транзакционных издержек хозяйствующих субъектов, является одновременно приоритетной и перманентной задачей. Для решения этой фундаментальной проблемы необходимо динамически четко определить качественные и количественные характеристики институтов и организаций, которые сделают рынок в Украине не только возможным, но и конкурентным на международном рынке товаров, услуг, работ. Именно современные направления институциональной экономической теории дают определенный ориентир в формировании необходимых институтов, правовых норм переходной экономики, в некоторой степени определяют структуру и последовательность их создания.

Определенная размытость институциональных рамок рынка переходной экономики, особенно применительно к фирмам, осуществляющих внешнеэкономическую деятельность, приводит к увеличению неопределенности, росту транзакционных издержек, значительно воздействуя на ее эффективность в сторону снижения. Достижение динамического финансового равновесия, роста и развития фирмы в таких условиях значительно усложняется.

Институциональная неопределенность переходной экономики Украины приводит к такому повышению уровня экономических и правовых рисков, что утверждение «экономическая неопределенность – это расплата за рост» [13] принимает совершенно иной характер, то есть экономическая неопределенность, сопровождающаяся институциональной – это расплата за рыночную слаборазвитость. В этих условиях адекватной рыночной реакцией на повышение уровня риска является увеличение роли политики управления рисками в рамках всего предприятия (формирование риск-менеджмента), одним из основных элементов которой является хеджирование валютного риска.

Поиск альтернативных решений уменьшения уровня риска приводит к отказу от формальных институтов и институтов ограничений, нарушению законов в области частной собственности.

Таким образом, проблематика хеджиро-

вания валютного риска в институциональном аспекте сводится к следующим актуальным вопросам:

1. Создание правовых институтов (норм, правил), отвечающих национальным интересам и соответствующих европейским стандартам.
2. Формирование новых организаций (организационных структур). Преобразование и эффективная деятельность существующих.
3. Изучение, адаптация иностранного опыта и совершенствование инструментов корпоративной политики управления риском в рамках всего предприятия и валютного риска в частности.

Анализ последних исследований показывает, что проблемам управления валютными рисками посвящено немало публикаций. Так, в работе [14] рассматриваются фундаментальные причины значительного колебания не только номинальных, но и реальных курсов валют, а также отклонения паритета покупательной способности. В статьях [1, 3, 8, 12] авторы достаточно полно раскрывают современные инструменты и механизмы хеджирования.

Вопросам институциональной архитектуры и механизмам экономического развития были посвящен научный симпозиум [7], на котором рассматривались особенности и проблемы институционального устройства экономической системы Украины.

Тем не менее в рассмотренных работах не встречается анализ проблем, с которыми сталкиваются украинские предприятия при хеджировании валютных рисков, при этом, как будет показано ниже, эти проблемы носят ярко выраженный институциональный характер.

В этой связи целью статьи является, во-первых, рассмотреть необходимые элементы процесса формирования эффективных правовых и организационных институтов, связанных с хеджированием валютного риска в Украине. Во-вторых, провести анализ институциональных проблем, связанных с этим процессом, и предложить направления их решения.

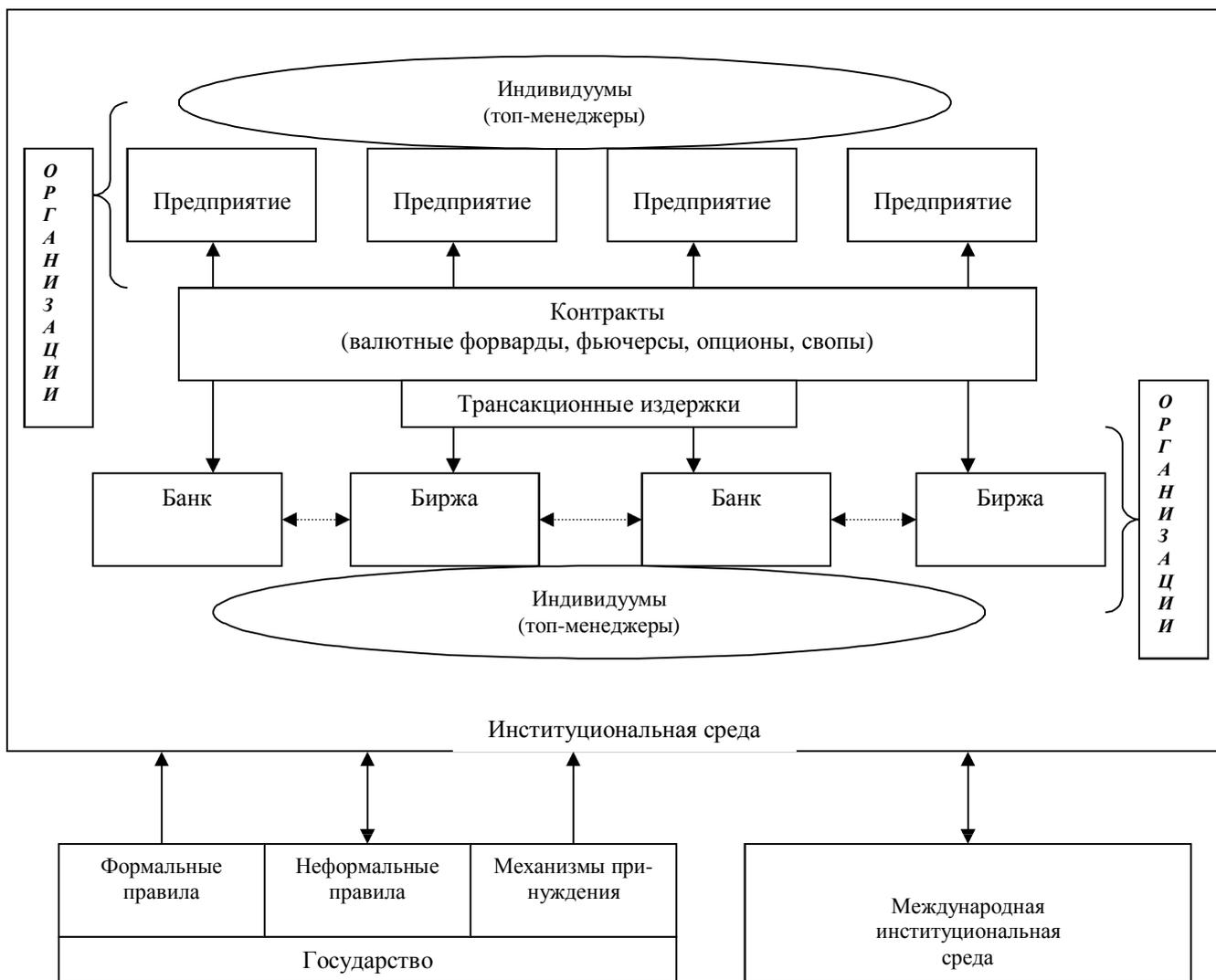
Суть хеджирования валютного риска в системе финансового риск-менеджмента сводится к уменьшению стоимостной оценки вероят-

© В.С. Асаулко, 2006

ности возникновения убытков в результате неблагоприятного изменения курсов валют. Это достигается путем занятия позиции по производным финансовым инструментам, которые покрывают имеющиеся или ожидаемые позиции на валютном рынке.

Рассматривая хеджирование валютного риска в институциональном аспекте, (рис. 1) сущностная характеристика хеджирования валютного риска значительно расширяется. Здесь значительную роль начинают играть индиви-

дуумы в лице топ-менеджеров предприятий, банков, бирж. От процесса осознания необходимости хеджирования валютного риска топ-менеджерами предприятий, функционирующих на территории Украины, от процесса понимания высшего руководства банков и бирж о возможности использования инструментов хеджирования с целью получения дополнительной прибыли зависит, будет ли тот или иной инструмент функционировать.



**Рисунок 1. Институциональная схема хеджирования валютного риска**

Однако понимание и осознание является необходимым, но недостаточным условием появления инструментов хеджирования. Необходимо наличие определенной «критической массы» предприятий, организаций (предприятий, осуществляющих внешнеэкономическую деятельность, специализированных банков, валютных бирж), для того чтобы рынок начал действовать, содействуя снижению уровня транзакционных издержек в экономике.

Кроме того, эффективный оборот про-

изводных финансовых инструментов зависит от формальных правил, которые реализуются в виде нормативно-правовых актов, законов, регулирующих и регламентирующих взаимоотношения между хозяйствующими субъектами. Неформальные правила тоже существенно определяют эффективность функционирования валютных контрактов, так как являются источником формальных законов.

Таким образом, эффективное (а тем более совершенное) хеджирование валютного

риска возможно только при условии наличия институциональных предпосылок, эффективно функционирующих специализированных организаций и современной нормативно-правовой базы (институты).

Поэтому, исследуя институциональные особенности развития украинского валютного рынка, необходимо прежде всего остановиться на институциональных предпосылках. Современная тенденция развития внешнеэкономических связей Украины характеризуется увеличе-

нием поступлений иностранной валюты (рис. 2) в среднем на 28,1 млн. дол. США в год, положительной динамикой увеличения как экспорта, так и импорта (рис.3), что свидетельствует о наличии постоянно возрастающих потребностях в инструментах хеджирования валютного риска предприятий, функционирующих на территории Украины. Следовательно, институциональные предпосылки для обращения производных финансовых инструментов в Украине уже практически сформировались.

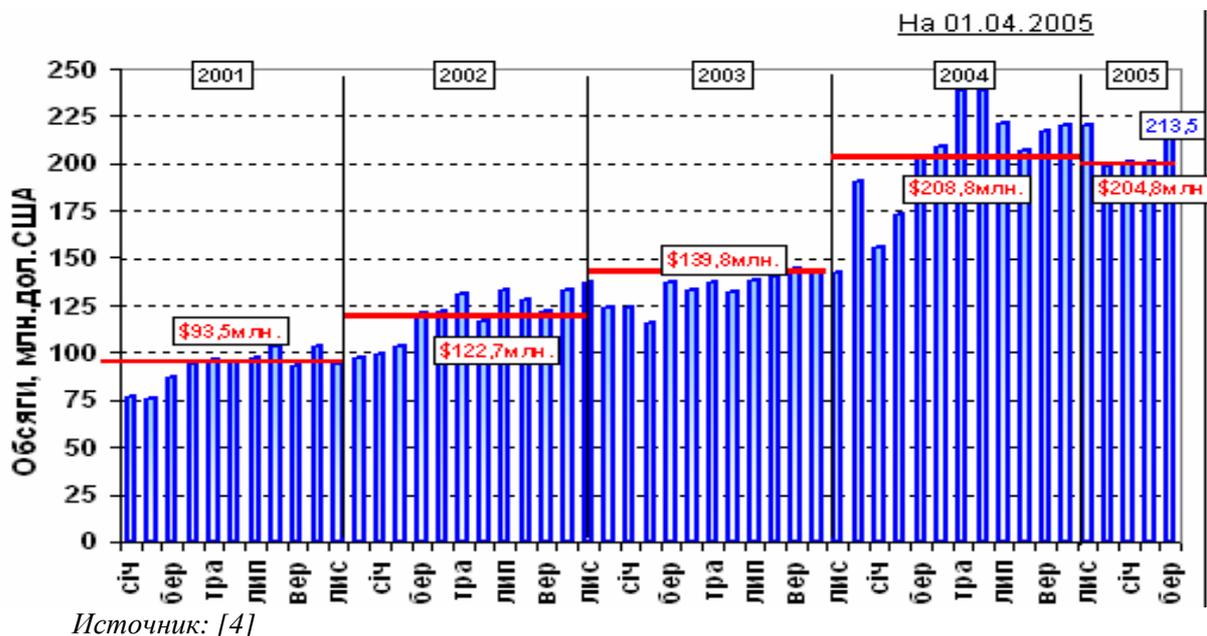
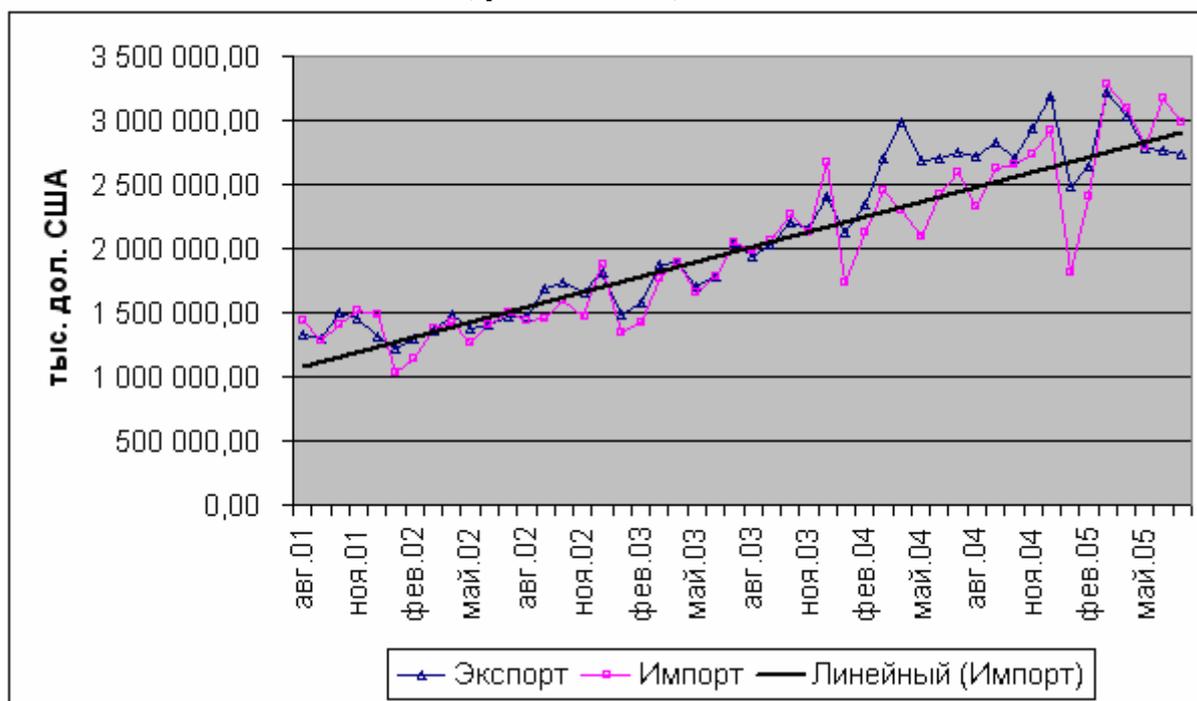


Рисунок 2. Поступления иностранной валюты в Украину (среднедневные) в 2001-2005 гг.



Источник: [6], расчеты автора

Рисунок 3. Динамика украинского экспорта и импорта в 2001-2005 гг.

Анализ современных правовых институтов показывает, что валютный рынок в Украине находится под сильным регулятивным давлением со стороны Национального банка Украины.

Так, согласно «Правилам торговли иностранной валютой» [9] на украинском межбанковском рынке разрешены следующие виды операций:

- валютная операция на условиях "том" – представляет собой контракт, условия которого предусматривают выполнение этой операции в первый рабочий день после дня заключения договора;
- валютная операция на условиях "спот" – валютная операция, осуществляемая в соответствии с контрактом, условия которого предусматривают выполнение этой операции на второй рабочий день после дня заключения договора;
- валютная операция на условиях "форвард" – валютная операция по контракту, условия которого предусматривают выполнение этой операции (с поставкой валюты по договору) более поздний, чем на второй рабочий день после дня заключения договора.

С января 2003 года банкам и резидентам– субъектам внешнеэкономической деятельности разрешено осуществлять валютные операции на условиях "форвард" для хеджирования рисков изменения курса иностранной валюты относительно другой иностранной валюты при условии, что обе валюты являются иностранными валютами 1-й группы Классификатора валют (например: евро/доллар, евро/йена). При этом операции осуществляются в границах лимитов открытой валютной позиции уполномоченного банка.

Только с 10.08.2005 банки и резиденты - субъекты внешнеэкономической деятельности имеют право на межбанковском валютном рынке Украины осуществлять валютные операции за гривны с иностранной валютой 1-й группы Классификатора на условиях "форвард". Эти операции также осуществляются в границах лимитов открытой валютной позиции уполномоченного банка при условии, что длинная (короткая) позиция банка по этим операциям составляет не больше 10% регулятивного капитала банка. Валютные операции, связанные с форвардным хеджем, выполняются в срок, который не превышает один календарный год.

Кроме того, остается запрет на операции с валютными деривативами (валютными

фьючерсами, опционами, свопами).

Следовательно, на сегодняшний момент в Украине все еще протекают процессы, связанные с либерализацией валютного рынка.

Осторожность НБУ в этой сфере вполне объяснима: с одной стороны «новые» для украинской экономики инструменты хеджирования позволяют существенно повысить ликвидность и объемы украинского валютного рынка путем привлечения спекулятивного капитала. Кроме того, отсутствие возможности страховать валютные риски является серьезным препятствием для иностранных инвесторов. С другой стороны, недостатки законодательной базы, неэффективность организаций может привести к появлению излишней активности валютных спекулянтов, что будет иметь негативные последствия для финансовой стабильности срочного рынка, а также увеличивают вероятность спекулятивных атак на гривну.

Весьма показателен опыт банковской системы России в период кризиса 1998 года, когда суды РФ вставали на сторону отечественных банков, признав форварды сделками-пари, что помогло выжить ряду российских банков и в то же время подорвало доверие иностранцев к российскому срочному рынку. Здесь иностранные инвесторы столкнулись с проблемой нечеткого определения «правил игры», с определенной «гибкостью» прав собственности, характерной для стран с институциональной структурой переходной экономики, информационной асимметрией. До сих пор этот прецедент массового неисполнения своих обязательств по валютным форвардам перед иностранными инвесторами сдерживает развитие российского срочного рынка.

Тот факт, что форвардные контракты являются мощным спекулятивным инструментом, значительно повышает институциональные риски монетарной политики [см. 11]. Решение этой проблемы, скорей всего, лежит в переходе от фиксированного валютного курса к плавающему курсу гривны, смене дискреционного управления монетарными правилами после соответствующих институциональных преобразований.

Таким образом, институциональные проблемы хеджирования валютного риска связаны с целым спектром задач, стоящих перед трансформационной экономикой Украины. При этом альтернативные пути их решения лежат в разных институциональных плоскостях, уровнях. Часто решение одной проблемы наталкивается на непреодолимые противодействие в

другой системе правовых, социальных, экономических взаимоотношений, что, безусловно, связано с институциональной асимметрией в украинской экономике [подробнее см. 2, 5].

Для создания эффективных институтов хеджирования валютных рисков можно предложить:

1. Четкое законодательное регулирование правовых взаимоотношений, возникающих в процессе управления валютными рисками.

2. Дальнейшую либерализацию валютного законодательства, сопровождаемую институциональными преобразованиями в монетарной политике.

3. Создание благоприятных условий для эффективной адаптации инструментов хеджирования в отечественной практике ведения международного бизнеса.

4. Формирование институциональных предпосылок для снижения трансакционных издержек путем эффективного управления контрактными отношениями, исходя из специфики актива (в данном случае валюты), неопределенности и частоты их осуществления.

Ключевыми, пока что нерешенными вопросами в рамках институциональных преобразований в Украине остается разработка не только методологического, но и модельного комплекса, позволяющего принимать оптимальные решения в области валютной политики государства.

### Литература

1. Бахчеева М., Косарев А. Принципы управления валютными рисками // Консультант.– № 11. – 2005.

2. Белоусенко М. В. Институциональная асимметрия как фактор торможения экономического роста // Институціональна архітектоніка та механізми економічного розвитку: Матеріали наукового симпозиуму. – Х.: ХНУ, 2005. – с. 204-207.

3. Голубева Ю. Б. Формирование валютной политики предприятия в условиях нестабильной финансовой среды // Менеджмент в России и за рубежом. – №5. – 2001.

4. Грошово-кредитний ринок України 2001-2005 // [http://bank.gov.ua/Fin\\_ryn/Pot\\_tend/index.htm](http://bank.gov.ua/Fin_ryn/Pot_tend/index.htm) (Офіційний сайт НБУ).

5. Дементьев В. В. Экономика как система власти. – Донецк: Изд-во «Каштан», 2003. – 404 с.

6. Зовнішньоекономічна діяльність // [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/oper\\_new.html#zed](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/oper_new.html#zed) (Офіційний сайт Держкомстат України).

7. Институціональна архітектоніка та механізми економічного розвитку: Матеріали наукового симпозиуму. – Х.: ХНУ, 2005. – 236 с.

8. Лукашов А. В. Международные корпоративные финансы и управление валютными рисками в нефинансовых корпорациях // Управление корпоративными финансами. – № 1 (7). – 2005.

9. Постанова Правління Національного банку України «Правила торгівлі іноземною валютою» від 10.08.2005 N 281 // Офіційний вісник України від 16.09.2005 - 2005 р. – № 35. – С. 122.

10. Уильямс О. И. Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, «отношенческая» контракция/Научное редактирование и вступительная статья В. С. Катъкало; пер. с англ. Ю. Е. Благогова, В. С. Катъкало, Д. С. Славнова, Ю. В. Федорова, Н. Н. Цытович. – СПб.: Лениздат; CEV Press, 1996. –702 с., ил.

11. Унковская Т. Е. Институциональные проблемы управления рисками монетарной политики // Институціональна архітектоніка та механізми економічного розвитку: Матеріали наукового симпозиуму. – Х.: ХНУ, 2005. – с. 180-184.

12. Carter D., Pantzalis Ch., and B. Simkins. Asymmetric exposure to foreign exchange risk: financial and real option hedges implemented by U.S. multinational corporations, Working paper, Oklahoma State University and University of South Florida, 2003.

13. Mandel M. The High Risk Society. New York: Times Business, 1996, p. 9.

14. Reinhart C. and K. Rogoff. The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation, Working paper, International Monetary Fund, 2003.

Статья поступила в редакцию 13.01.2006