

**В.С. АСАУЛКО,**  
*Ялтинский университет менеджмента*

**ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ДЕТЕРМИНАНТЫ ЭФФЕКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ  
 ВАЛЮТНЫМ РИСКОМ ПРЕДПРИЯТИЯМИ УКРАИНЫ**

Построение любой системы управления на предприятии требует выработки правил поведения, стратегий и процедур, позволяющих обеспечить его финансовое равновесие, социально-экономический рост и развитие. Для этого создаваемая система должна быть основана на определенной институциональной базе, характеризующейся особой архитектурой. Однако современная размытость институциональных рамок рынка трансформационной экономики Украины, особенно применительно к фирмам, осуществляющим внешнеэкономическую деятельность, приводит к нарастанию неопределенности и росту транзакционных издержек, значительно снижая их эффективность.

Исследуя проблему построения эффективной системы управления валютными рисками в институциональном аспекте, в ней можно выделить четыре ключевых уровня:

1-й уровень – поведенческий, заключающийся в отсутствии у отечественных топ-менеджеров практического опыта и навыков работы с современными инструментами управления валютными рисками;

2-й уровень – правовой, характеризующийся отсутствием правовых институтов или наличием прямого запрета на использование определенных инструментов управления валютными рисками со стороны органов государственной власти;

3-й уровень – рыночно-организационный, означающий явно недостаточный уровень развития рыночных институтов в Украине, не позволяющий повышать эффективность, используя рыночный механизм;

4-й уровень – системный, обусловленный монетарной и фискальной неустойчивостью украинской экономики, не позволяющей более глубокую либерализацию валютного законодательства.

Необходимо отметить, что вопросам управления валютным риском посвящено немало публикаций. Так, в работе [8] рассматриваются фундаментальные причины значительного колебания не только номинальных, но и реальных курсов валют, а также отклонения паритета покупательной способности. В статьях [1, 2, 4] авторы достаточно полно раскрывают современные инструменты и механизмы управления валютными рисками.

Вопросам институциональной архитектуры и механизмам экономического развития был посвящен научный симпозиум [3], на котором рассматривались особенности и проблемы институционального устройства экономической системы Украины.

Тем не менее, в рассмотренных работах отсутствует анализ проблем, с которыми сталкиваются украинские предприятия при управлении валютными рисками, при этом, как будет показано ниже, эти проблемы также носят ярко выраженный институциональный характер.

В связи с этим цель настоящей статьи заключается в том, чтобы рассмотреть следующие вопросы.

Во-первых, исследовать институциональные предпосылки построения эффективной системы управления валютными рисками. Во-вторых, проанализировать транзакционные издержки, возникающие при управлении валютными рисками. В-третьих, сформулировать основные направления улучшения институциональной среды в рамках исследуемой проблемы.

Суть управления валютным риском в системе финансового риск-менеджмента сводится к принятию управленческих решений, направленных на упреждение возможных отклонений всей системы предприятия от траектории равновесного развития, при этом указанные отклонения обусловлены риском и неопределенностью изменений валютного курса. А в институциональном аспекте фокус внимания значительно расширяется (рис. 1), концентрируясь не только на уровне эффективности управленческих решений, но и на институциональных факторах микро- и макроуровней, транзакционных и трансформационных издержках.

При этом управленческие решения начинают рассматриваться через призму сложившихся правил поведения индивидуумов в лице топ-менеджеров. Ведь от процесса осознания необходимости управления валютным риском топ-менеджерами предприятий, функционирующих на территории Украины, от процесса понимания высшим руководством банков и бирж возможности использования инструментов хеджирования валютных рисков с целью получения дополнительной прибыли зависит,

© В.С. Асаулко, 2007

будет ли система управления более эффективной и как она будет содействовать снижению уровня транзакционных издержек.



**Рис. 1. Основные институциональные составляющие эффективного управления валютными рисками**

Кроме того, эффективность исследуемой системы во многом предопределяется формальными правилами, которые реализуются в виде нормативно-правовых актов, законов, регулирующих и регламентирующих взаимоотношения между хозяйствующими субъектами. Неформальные правила также весьма существенно влияют на эффективность функционирования валютных контрактов, так как являются источником формальных законов.

Уместно отметить некоторые сложности, связанные с определением уровня транзакционных издержек, возникающих при совершении валютно-обменных операций. Это обусловлено особенностями валютного рынка Украины, на котором одновременно существуют различные курсы:

- курсы, сформированные на резидентском межбанковском валютном рынке Украи-

ны (МВРУ);

- курсы, сформированные на нерезидентском межбанковском валютном рынке;
- официальные курсы, устанавливаемые НБУ;
- курсы по операциям между предприятиями и банками.

Система управления валютными рисками будет лишь тогда эффективна, когда сформируются институциональные предпосылки, включающие в себя: эффективно функционирующие специализированные организации (НБУ, коммерческие банки, биржи); современную нормативно-правовую базу. Поэтому, исследуя институциональные особенности развития украинского валютного рынка, необходимо прежде всего остановиться именно на институциональных предпосылках.

Анализ современных правовых институ-

тов показывает, что валютный рынок в Украине находится под сильным регулятивным давлением со стороны органов государственной власти (табл. 1).

Так, согласно Закону Украины «О порядке осуществления расчетов в иностранной валюте» от 23.09.1994 г. установлены законодательные сроки (90 дней) при осуществлении

экспортно-импортных операций. Согласно Декрету КМУ «О системе валютного регулирования и валютного контроля» от 19.02.1993 г. на коммерческие банки возложены обязанности осуществления контроля за валютными операциями, проводимыми резидентами и нерезидентами.

Таблица 1.

<b>Государственные органы, регулирующие валютные отношения в Украине</b>	
Органы государственной власти, осуществляющие нормотворческую деятельность в валютной сфере (институциональный аспект)	Состав нормативно-правовых актов в валютной сфере (нормативный аспект)
<b>Органы общей компетенции</b>	
Верховная Рада	Законы («О порядке осуществления расчетов в иностранной валюте» и др.)
Президент	Указы («Об усовершенствовании валютного регулирования» и др.)
Кабинет Министров	Постановления, Декреты (Декрет «О системе валютного регулирования и валютного контроля»)
<b>Органы специальной компетенции</b>	
Национальный банк Украины	Положения, инструкции, письма («Правила торговли иностранной валютой», «Об отмене обязательной продажи поступлений в иностранной валюте в пользу резидентов» и др.)

Валютный контроль по экспорту осуществляется на основе реестров грузовых таможенных деклараций (ГТД), которые поступают от таможенных органов, или на основе подписанных актов выполнения работ, услуг, предоставленных предприятием. Коммерческий банк снимает экспортную операцию резидента с контроля после зачисления выручки по этой операции на текущий счет организации. Выручка резидентов в иностранной валюте подлежит зачислению на их валютные счета в сроки выплаты задолженностей, определенные в контрактах, но не позднее 90 календарных дней с даты оформления ГТД, а в случае экспорта услуг – с момента подписания акта выполнения работ либо услуг.

Валютный контроль по импорту проводится также при осуществлении резидентом авансового платежа, выставления векселя в пользу нерезидента или с момента осуществления банком платежа в пользу нерезидента в случае аккредитивной формы расчетов. Отсчет законодательно установленного срока расчетов начинается со следующего календарного дня после дня осуществления авансового платежа.

Банк снимает импортную операцию с

контроля после предъявления резидентом документа, который подтверждает осуществление нерезидентом поставки продукции, выполнение работ, предоставление услуг. Если этим документом является ГТД, то банк снимает операцию с контроля при наличии информации об этой операции в реестре ГТД, полученном в адрес банка из таможенных органов.

Превышение законодательно установленных сроков по экспортно-импортным операциям резидентов разрешается исключительно при наличии лицензии НБУ.

Валютами экспортных и импортных контрактов резидентов могут быть как конвертируемые, так и неконвертируемые валюты и гривня. Расчеты в гривнях могут проводиться исключительно с резидентами СНГ и стран Балтии.

Кроме того, с января 2003 г. 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 Классифи-

катора валют (например: евро/доллар, евро/ йена). Только с 10.08.2005 г. банки и резиденты – субъекты внешнеэкономической деятельности имеют право на межбанковском валютном рынке Украины заключать форвардные контракты в гривне, а операции с валютными деривативами, такими как валютный фьючерс, опцион, своп, до сих пор остаются под запретом [5].

Следовательно, можно констатировать, что 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 страхования валютных рисков является серьезным препятствием для иностранных инвесторов. С другой стороны, недостатки законодательной базы, низкая эффективность рыночных институтов Украины может привести к появлению излишней активности валютных спекулянтов, что будет иметь негативные последствия для финансовой стабильности срочного рынка, а также увеличит вероятность спекулятивных атак на гривню.

Тот факт, что форвардные контракты являются мощным спекулятивным инструментом, значительно повышает институциональные риски монетарной политики. Решение этой проблемы, на наш взгляд, лежит в переходе от фиксированного валютного курса к плавающему курсу гривни, смене дискреционного управления монетарными правилами, после соответствующих институциональных преобразований.

Таким образом, институциональные проблемы построения эффективной системы управления валютным риском предприятия связаны с целым спектром задач. При этом пути их решения лежат в разных институциональных плоскостях и уровнях. Часто решение одной проблемы наталкивается на непреодолимое противодействие в другой системе правовых, социальных, экономических взаимоотношений, что, безусловно, связано с институциональной асимметрией в украинской экономике.

Для создания институциональных предпосылок повышения эффективности управления валютными рисками на предприятиях Ук-

раины 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 рисков в отечественной практике ведения международного бизнеса.
4. Формирование институциональных предпосылок для снижения транзакционных издержек путем эффективного управления контрактными отношениями, исходя из специфики актива (в данном случае валюты).

### Литература

1. Бахчиева М., Косарев А. Принципы управления валютными рисками // Консультант. – № 11. – 2005. – С. 12-16.
2. Голубева Ю. Б. Формирование валютной политики предприятия в условиях нестабильной финансовой среды // Менеджмент в России и за рубежом. – №5. – 2001. – С. 25-31.
3. Інституціональна архітектура та механізми економічного розвитку: Матеріали наукового симпозиуму. – Х.: ХНУ, 2005. – 236 с.
4. Лукашов А. В. Международные корпоративные финансы и управление валютными рисками в нефинансовых корпорациях // Управление корпоративными финансами. – № 1. – 2005. – С. 10-17.
5. 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, стор. 122
6. 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.
7. Reinhart C. and K. Rogoff. The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation, Working paper, International Monetary Fund, 2003.

Статья поступила в редакцию 26.12.2006