

**UNIVERSITATEA DE STAT DIN MOLDOVA  
FACULTATEA DE ȘTIINȚE ECONOMICE  
DEPARTAMENTUL "FINANȚE ȘI BĂNCI"**

**CONFERINȚA ȘTIINȚIFICĂ  
INTERNAȚIONALĂ JUBILIARĂ**

**„PARADIGME MODERNE ÎN  
DEZVOLTAREA  
ECONOMIEI NAȚIONALE ȘI MONDIALE”**

**CU OCAZIA ANIVERSĂRII  
A 65 DE ANI  
DE LA FONDAREA  
FACULTĂȚII DE ȘTIINȚE ECONOMICE**

**02 – 03 NOIEMBRIE 2018**

**CHIȘINĂU, 2018  
CEP USM**

## COMITETUL DE ORGANIZARE:

1. **Galina Ulian** – Președinte Comitet Organizatoric, decan FȘE, doctor habilitat, profesor universitar, USM
2. **Olga Ștefaniuc** – Vicepreședinte Comitet Organizatoric, șef departament "Finanțe și Bănci", doctor în economie, conferențiar universitar, USM
3. **Marian Jalencu** – șef departament "Administrarea afaerilor", doctor în economie, conferențiar universitar, USM
4. **Cristina Dolghi** – șef departament "Contabilitate și informatică economică", doctor în economie, conferențiar universitar, USM
5. **Maria Hămuraru** – șef departament "Economie, marketing și turism", doctor în economie, conferențiar universitar, USM
6. **Svetlana Mironov** - prodecan, doctor în economie, conferențiar universitar, USM
7. **Ala Garștea** – prodecan, lector superior universitar, USM
8. **Buzdugan Adriana** – prodecan, doctor în economie, conferențiar universitar, USM
9. **Ganea Victoria** - doctor habilitat, profesor universitar, USM
10. **Maria Cojocaru** - doctor în economie, conferențiar universitar, USM
11. **Iulia Căprian** - doctor în economie, conferențiar universitar, USM
12. **Andrei Mulic** - doctor în economie, conferențiar universitar, USM
13. **Cristina Lachi** – drd., lector universitar, USM
14. **Sveatoslav Labliuc** - drd., lector universitar, USM

### DESCRIEREA CIP A CAMEREI NAȚIONALE A CĂRȚII

**"Paradigme moderne în dezvoltarea economiei naționale și mondiale", conferință științifică internațională jubiliară (2018 ; Chișinău).** Conferință științifică internațională jubiliară "Paradigme moderne în dezvoltarea economiei naționale și mondiale" : cu ocazia aniversării a 65 de ani de la fondarea Facultății de Științe Economice, 02-03 noiembrie 2018 / com. de org.: Galina Ulian (președinte) [et. al.]. – Chișinău : CEP USM, 2018. – 529 p. : fig., tab.

Antetit.: Univ. de Stat din Moldova, Fac. de Științe Econ., Dep. "Finanțe și Bănci". – Texte : lb. rom., engl., rusă. – Rez.: lb. rom., fr., engl., alte lb. străine. – Bibliogr. la sfârșitul art. – 90 ex.

ISBN 978-9975-142-57-1.

082:378.4(478-25)=135.1=111=161.1

P 32

# **DERIVATIVES AS A RISK MANAGEMENT TOOL: OPPORTUNITIES AND CHALLENGES FOR NON-FINANCIAL ORGANIZATIONS IN THE REPUBLIC OF BELARUS**

## **ДЕРИВАТИВЫ КАК ИНСТРУМЕНТ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА: ВОЗМОЖНОСТИ И ВЫЗОВЫ ДЛЯ НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ**

**PANKOV PAVEL**

*post-graduate student, Polotsk state University (Republic of Belarus)*

**ПАЊКОВ ПАВЕЛ**

*аспирант, Полоцкий государственный университет (Республика Беларусь)*

[pankovpa@yandex.ru](mailto:pankovpa@yandex.ru), тел. +375299442050

*ABSTRACT. The directions of application derivatives for risk management have been considered in the article. The main types of risk that arise in the process of the operational activities of non-financial organizations have been analyzed. The negative impact of these risks can be reduced using derivatives. In this regard, the appropriate directions of hedging such types of risks have been identified. The derivatives market functioning in the Republic of Belarus has its own specific features, which cause factors that constrain the use of derivatives by non-financial organizations in the country. Possible ways of using derivatives as a risk management tool in the practice of non-financial organizations of the Republic of Belarus have been proposed.*

*АБСТРАКТ. Рассмотрены направления применения деривативов для управления рисками. Проанализированы основные виды рисков, которые возникают в ходе текущей деятельности нефинансовых организаций. Негативное влияние этих рисков может быть снижено за счет применения деривативов. В связи с этим выделены соответствующие направления хеджирования данных рисков. Исследована специфика функционирования рынка деривативов в Республике Беларусь. В результате установлены факторы, сдерживающие применение деривативов нефинансовыми организациями страны. Предложены возможные способы применения деривативов как инструмента риск-менеджмента в практике нефинансовых организаций Республики Беларусь.*

*KEYWORDS: hedging, risk, financial instruments, factors, cash flows.*

*КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: хеджирование, риск, финансовые инструменты, факторы, денежные потоки.*

Применение деривативов может в определенном контексте заинтересовать нефинансовые организации, для которых операции на биржевых и внебиржевых срочных рынках не являются основным видом деятельности. Специфика данного рынка заключается в том, что здесь торгуется не сам базовый актив, а риск изменения цены на него. Спрос формируют хеджеры, именно они заинтересованы в получении стабильных и предсказуемых денежных потоков в будущем и стремятся защитить (захеджировать) стоимость своих активов, которая зависит от движения рыночных переменных (соответственно хеджеры заинтересованы передать данный вид риска третьей стороне). С другой стороны хедж фонды и профессиональные трейдеры готовы принять на себя риск с целью на основе сложного технического и фундаментального анализа получить прибыль от краткосрочного изменения рыночных переменных [5].

Если текущая деятельность нефинансовой организации не подвержена сложно прогнозируемому воздействию рыночных переменных (цены на биржевые товары, курсы валют, процентные ставки и т.д.), то организация может рассматривать рынок деривативов в качестве источника дополнительного дохода, что предполагает преобразование финансового отдела в самостоятельный центр прибыли. В обратном случае компания может быть заинтересована в применении хеджирования с помощью деривативов. Таким образом, сфера деривативов представляет собой потенциальный

резерв совершенствования текущей деятельности нефинансовых организаций, который на данный момент в Республике Беларусь практически не задействован. Проблемные аспекты в данной сфере будут обозначены далее, а сейчас рассмотрим, какие организации в Республике Беларусь могут быть заинтересованы применении инструментов срочного рынка.

Как уже было отмечено выше – деривативы можно использовать для получения дополнительного дохода или для хеджирования. Очень важно разделять эти две цели на уровне организации, так как для хеджирования и спекуляций должны применяться разные системы планирования, организации и контроля соответствующих сделок.

Первоначально, по нашему мнению, необходимо обратиться к сфере получения спекулятивного дохода с помощью деривативов. Очевидно, что, при наличии свободных денежных средств и достаточной компетенции финансового отдела, организации любой отраслевой принадлежности будут заинтересованы в получении дополнительного дохода на рынке деривативов (при условии, что доходность по спекулятивным операциям будет превышать доходность по безрисковым типам вложений). Самым существенным аспектом здесь будет, по нашему мнению, тот факт, что финансовый отдел в данном случае становится самостоятельным центром прибыли в организации. В обычных условиях финансовые службы выполняют функции, обеспечивающие нормальную работу предприятия, то есть [3]:

- осуществляют финансово-кредитное планирование;
- производят расчеты с покупателями;
- проводят экономическую работу, направленную на повышение эффективности производства;
- осуществляют контроль за выполнением долговременных финансовых прогнозов и финансового плана, рациональным использованием производственных ресурсов, соблюдением финансовой дисциплины;
- анализируют финансово-хозяйственную деятельность предприятия путем систематического анализа бухгалтерской, статистической и оперативной отчетности.

Но если на уровне руководства принято решение разрешить структурному подразделению работу на срочном рынке для получения дополнительного дохода, то необходимо обособить данный отдел (управление) от служб, целью которых не является самостоятельное получение прибыли. Это необходимо, чтобы уберечь менеджеров от соблазна осуществлять рискованные сделки без надлежащих процедур риск-менеджмента, возможно даже не на собственные средства компании. Когда менеджеры знают, что им выделен определенный лимит средств на спекулятивные операции, все сделки контролируются независимым от них структурным подразделением внутреннего контроля, действует определенная система премирования за проведение прибыльных торговых операций, можно говорить о том, что такой подход к получению спекулятивного дохода на рынке деривативов имеет шансы на успех. В противном случае лучше осуществлять вложения в безрисковые активы.

Получение спекулятивного дохода на рынке деривативов, особенно для нефинансовых организаций может быть весьма обременительным, так как помимо необходимости в соответствующей реорганизации структурных подразделений и внутренних связей, а также сложности по подбору персонала, способного зарабатывать на рынке деривативов, спекулятивные операции повышают непрофильные риски. Поэтому многие руководители не спешат вводить описанную выше практику, обосновывая это тем, что «игра не стоит свеч». Однако существенное отличие финансовых организаций от нефинансовых заключается в том, что у последних имеются реальные активы, которые могут быть задействованы в спекулятивных стратегиях. Например, при наличии свободных емкостей на нефтебазе нефтяная компания может позволить себе хранение с приемлемым уровнем издержек определенного объема бензина в комбинации с заключением форвардного контракта на

продажу через несколько месяцев. Конечно, это самый примитивный пример, но в целом, очевидно, что спекулятивная составляющая рынка деривативов имеет потенциал и для нефинансовых организаций.

С другой стороны деривативы могут представлять интерес для нефинансовых организаций в контексте снижения рисков с помощью хеджирования. Как было отмечено выше, хеджеры стремятся переложить неприемлемые для них риски на третью сторону (на спекулянтов) за определенную плату. Данный процесс схож со схемой классического страхования, только риски при хеджировании относятся, прежде всего, к рыночным переменным и связанным с ними денежным потокам. Например, риск снижения выручки, номинированной в иностранной валюте, из-за падения курса национальной валюты. В ходе текущей деятельности, организация может применять хеджирование с помощью деривативов для следующих видов риска [2]:

- рыночный риск – это риск, связанный с процентными ставками, обменными курсами, ценами на акции и ценами на сырьевые товары, он связан со спросом и предложением на различных рынках. Наиболее часто хеджируется именно этот тип риска;

- кредитный риск – это риск убытков, вызванных невыполнением контрагентом или должником обязательств по оплате. Данный тип риска может быть минимизирован внедрением работы по предоплате, использованием средств обеспечения обязательств (залог, поручительство, гарантия и т.д.), но также в развитых экономиках имеет место практика хеджирования данного типа риска с помощью кредитно-дефолтных свопов, а также иных менее известных инструментов;

- операционный риск – риск потерь от сбоев во внутренних процедурах компании или от негативного воздействия внешних событий. Данный тип риска будет зависеть от специфики работы компании и захеджировать его достаточно сложно, так как необходима четкое понимание того, исполнились негативные прогнозы или нет. Наиболее распространенный пример хеджирования данного типа риска – использование погодных деривативов для своеобразной «страховки» от неблагоприятных погодных условий.

Наиболее приемлемым для нефинансовых организаций Республики Беларусь будет хеджирование рыночного риска. Так как при хеджировании кредитного риска сторона, которая продает кредитно-дефолтные свопы (то есть дает гарантии по дефолту), рассчитывает совокупный объем платежей так, чтобы он перекрывал возможный объем соответствующего дефолта, поэтому достаточно часто дешевле и надежнее будет использовать стандартные способы обеспечения исполнения обязательств.

Прежде чем рассматривать, как нефинансовые организации могут применять хеджирование с помощью деривативов, необходимо отметить, что цель данного способа управления риском – обеспечение предсказуемой работы компании. Как отмечает R. Stulz (2013) «... достаточно часто потери по производным инструментам при хорошо продуманном хеджировании рассматриваются как сбой в системе управления рисками. Несмотря на то, что компания применяет хеджирование, потому что не может предсказать, какой результат принесет актив, обязательство или будущий денежный поток, который подвержен рыночному риску, в будущем. И чтобы избежать данной неопределенности организации и прибегают к хеджированию, при этом если движение рынка является благоприятным для компании, то по инструменту хеджирования, будет получен компенсирующий убыток» [1].

То есть нельзя рассматривать хеджирование только с позиции получения прибыли или убытка по инструменту хеджирования (деривативу), необходимо также принимать во внимание и изменение стоимости объекта хеджирования. Так как стоимости объекта и инструмента хеджирования в эффективно построенной системе риск-менеджмента должны двигаться в противоположных направлениях и обеспечивать компании

стабильный уровень дохода с высокой долей вероятности [5].

Наиболее очевидные направления хеджирования для нефинансовых организаций Республики Беларусь – защита от валютных и ценовых рисков, которым подвергаются экспортеры и импортеры, либо организации, работающие с биржевыми товарами. Например, можно отметить следующие организации:

- в секторе нефтепереработки и сбыта нефтепродуктов можно отметить два нефтеперерабатывающих завода ОАО «Нафтан» и ОАО «Мозырский НПЗ» и сбытовую структуру, ориентированную на зарубежные рынки, – ЗАО «Белорусская нефтяная компании» и дочерние предприятия товаропроводящей сети. Здесь закупка нефти по плавающим (биржевым) ценам в иностранной валюте, а также реализация нефтепродуктов, как по биржевым, так и по фиксированным ценам (тоже в иностранной валюте) – подвергают данный сектор непрофильным рискам. Эффективная программа хеджирования в данном контексте может позволить зафиксировать маржу (прибыль) нефтепереработчика и организовать сбытовые операции на более высоком уровне;

- чистые экспортеры страны – прежде всего ОАО «Беларуськалий», экспортная выручка которого подвержена валютному риску. Здесь отметим, что целесообразность хеджирования экспортной выручки с помощью деривативов – вопрос открытый, так как от руководства требуется оценить, нужна ли повышенная прогнозируемость денежных потоков (которую дает хеджирование) при соответствующем уровне затрат на хедж, если работа предприятия и так стабильно прибыльная. Все же заметим, что определенная часть выручки может быть захеджирована под какие-то конкретные задачи, например под инвестиционную программу в белорусских рублях;

- потребители биржевых товаров, прежде всего это ОАО «Авиакомпания «Белавиа», а также транспортные компании, основной статьей затрат которых является топливо. При условии, что топливо закупается по плавающим ценам (а не по фиксированным, когда механизм хеджирования, по сути, встроен в долгосрочные контракты), а цены на услуги не должны быть подвержены резким колебаниям (например, если цены на авиабилеты будут постоянно меняться так же, как меняется цена нефть и нефтепродукты, то, скорее всего, спрос на услуги такой авиакомпании снизится), возникает необходимость снизить волатильность статьи затрат на топливо.

К хеджированию с помощью деривативов могут прибегать любые организации, если их денежные потоки подвержены товарному, валютному или процентному риску, а также существует объективная необходимость в снижении данного риска. Однако в Республике Беларусь кроме оценки необходимости хеджирования и разработки конкретных стратегий организациям необходимо решить ряд дополнительных вопросов, касающихся самого процесса использования деривативов. Такие авторы как Сидоренко Ю. Ю. [7], Демиденко М. и др. [4], Юзефальчик И. В. [8] солидарны, что препятствиями для развития института хеджирования в стране являются несовершенство бухгалтерского и налогового учета в данной сфере, механизмов осуществления самих сделок хеджирования, неразвитость биржевого срочного рынка, низкий уровень корпоративного риск-менеджмента в данной сфере. Рассмотрим более подробно данные проблемные аспекты.

Во-первых, несмотря на введение на территории Республики Беларусь с 1 января 2017 года международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) в качестве технических нормативных актов, национальная система бухгалтерского учета и отчетности в сфере деривативов по-прежнему не обеспечивает четкий порядок отражения данных инструментов, следовательно, не способствует получению пользователями отчетности актуальной информации по открытым рыночным позициям [6]. При этом в контексте сближения с МСФО при разработке нового порядка учета необходимо обеспечить возможность организациям применять учет хеджирования как отдельной бухгалтерской техники, которая обеспечивает взаимную компенсацию

прибыли и убытка по объекту и инструменту хеджирования соответственно. Заметим, что принимать решения по реформированию национальной системы бухгалтерского учета необходимо с учетом всех возможных вариантов отражения деривативов в учете на конкретных примерах, что позволит сформировать достоверную учетную информацию.

Во-вторых, регулирование операций с производными финансовыми инструментами в области налогообложения в Республике Беларусь затрагивает налог на добавленную стоимость (подп. 2.25 п. 2 ст. 93 и подп. 1.37.3 и 1.38 п. 1 ст. 94 Налогового кодекса Республики Беларусь – далее НК РБ) и налог на прибыль (подп. 2.8 п. 2 ст. 132 и подп. 2.4 п. 2 ст. 133 НК РБ) применительно только к банкам и подоходный налог применительно к физическим лицам (п. 3-4 ст. 160 НК РБ). В налогообложении доходов юридических лиц (кроме банков) налогом на прибыль, каких либо особенностей не установлено. В тоже время можно отметить, что в Республике Казахстан, в Российской Федерации и Великобритании в законодательстве, регулирующем начисление и уплату налога на прибыль в большей или меньшей степени определены особенности по операциям с производными финансовыми инструментами, в том числе применяемыми для хеджирования.

В отношении осуществления самих сделок хеджирования отметим, что вопрос в большей степени касается внебиржевого рынка, так как на биржах Республики Беларусь, контракты секции срочного рынка стандартизированы и по ним действуют отлаженные механизмы обеспечения исполнения обязательств. Сложность могут вызвать внебиржевые контракты, где имеется большая гибкость, но вместе с тем могут возникнуть спорные моменты, касающиеся порядка расчетов, определения цены и условий взыскания задолженности с неплательщика. Самым лучшим способом защиты от разногласий в данном случае будет прописать все существенные моменты в договоре, при этом отсылочные нормы лучше заменить на полноценные формулировки, что поможет лучше понять суть сделки.

В отношении низкого уровня корпоративного риск-менеджмента отметим, что оценить данный уровень достаточно сложно, особенно в рамках страны. Поэтому, здесь речь идет в большей степени о том, что руководство нефинансовых организаций Республики Беларусь ориентировано на решение критических вопросов, связанных с текущей деятельностью. В то время как снижение подверженности непрофильным товарным или валютным рискам с помощью хеджирования хоть и может повысить эффективность работы организации, однако критическим аспектом деятельности не является. Кроме этого отсутствие первопроходцев из числа организаций страны формирует мнение, что от деривативов может быть больше проблем, чем пользы.

Если обозначенные выше проблемы будут решены, то в экономике появится возможность более эффективно распределять риски между экономическими агентами. По нашему мнению, один из эффективных подходов – подробно рассмотреть возможные стратегии хеджирования для основных игроков или укрупненных групп нефинансового сектора Республики Беларусь. При этом конкретные примеры должны рассматривать порядок отражения в бухгалтерском учете операций хеджирования, налоговые последствия, эффект для конкретной организации, а также управленческие аспекты – особенности планирования, организации и контроля за операциями хеджирования на корпоративном уровне. Совокупность таких стратегий позволит сформировать целостное понимание необходимости хеджирования, как на макро, так и на микроуровне, и позволит эффективно реформировать соответствующие области экономики и права.

## **БИБЛИОГРАФИЯ**

1. Stulz, R., How Companies Can Use Hedging to Create Shareholder Value / R. Stulz // J. Applied corporate finance, Vol. 4 (25), 2013. – P. 21-31.

2. Wendy, L. Derivatives / L. Wendy, R. Brooks, Don M. Chance. – Hoboken, New Jersey: Wiley, 2017. – 624 p.
3. Витун, С.Е. Финансы предприятий : уч. пособие / С.Е. Витун, А.И. Чигрина. – Гродно : ГрГУ, 2009. – 305 с.
4. Демиденко, М. Долларизация: причины и пути решения проблемы / М. Демиденко, Н. Мирончик, А. Кузнецов // Банковский вестник. – 2016. – № 12 (641).
5. Паньков, П. И. Взаимообусловленность инвестиционной привлекательности организации и хеджирования / Л. В. Масько, П. И. Паньков // Вестник Полоцкого государственного университета. Серия D: Экономические и юридические науки. – 2018. – № 5. – С. 39-45.
6. Паньков, П. И. Деривативы и операции хеджирования в системе бухгалтерского учета / Л. В. Масько, П. И. Паньков // Вестник Полоцкого государственного университета. Серия D: Экономические и юридические науки. 2017. № 13. – С. 66-72.
7. Сидоренко, Ю. Основы хеджирования валютных рисков в Республике Беларусь / Ю. Сидоренко // Банковский вестник. – 2017. – № 5 (646). – С. 12-20.
8. Юзефальчик, И. В. Хеджирование валютных рисков нефинансовыми организациями / И. В. Юзефальчик // Вестник Белорусского государственного экономического университета. – 2017. – № 5. – С. 88-95.