

УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ

РУСАНЕНКО ІГОР СТАНІСЛАВОВИЧ

УДК 336.748

**УПРАВЛІННЯ ВАЛЮТНИМИ РИЗИКАМИ  
ПІДПРИЄМСТВ-ЕКСПОРТЕРІВ**

Спеціальність 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит

Автореферат  
дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Суми – 2004

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Українській академії банківської справи  
Національного банку України.

Науковий керівник – кандидат економічних наук, доцент  
*Журавка Федір Олександрович*,  
Українська академія банківської справи,  
доцент кафедри фінансів

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор  
*Білик Марія Дмитрівна*,  
Київський національний економічний  
університет, кафедра фінансів підприємств;  
кандидат економічних наук, доцент  
*Мірошниченко Олександр Володимирович*,  
ТОВ “Синдикат” (м. Суми), директор

Провідна установа – Харківський національний університет  
ім. В.Н. Каразіна, кафедра фінансів і кредиту,  
Міністерство освіти і науки України, м. Харків

Захист дисертації відбудеться “ \_\_\_\_ ” \_\_\_\_\_ 2004 р. о \_\_\_\_ год.  
на засіданні спеціалізованої вченої ради К 55.081.01 в Українській  
академії банківської справи за адресою: 40030, м. Суми, вул. Петро-  
павлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці Української ака-  
демії банківської справи за адресою: 40030, м. Суми, вул. Петропав-  
лівська, 57.

Автореферат розісланий “ \_\_\_\_ ” \_\_\_\_\_ 2004 р.

Вчений секретар  
спеціалізованої вченої ради

В.В. Коваленко

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми дослідження.** Одним із найбільш актуальних і першочергових завдань для вітчизняних підприємств на сучасному етапі розвитку економіки України є ефективна організація їхньої зовнішньоекономічної діяльності, зокрема, формування валютної політики підприємства, основою якої є управління валютними ризиками, що виникають у результаті коливань валютних курсів.

Підприємство, в обороті якого значну частину займають угоди в іноземній валюті, є досить чутливим до валютного ризику. Це означає, що рух коштів підприємства залежить від зміни валютних курсів. Багато фірм, спираючись на різні теорії фінансового менеджменту, намагаються управляти валютними ризиками, інакше кажучи, хеджують себе від коливань валютних курсів. Хеджування припускає, що підприємство займає таку позицію відносно ризику, яка дозволяє елімінувати вплив змін курсу валюти на вартість контракту і визначати майбутні фінансові потоки. Таким чином, хеджування захищає власника активів і зобов'язань в іноземній валюті від збитків.

Ринковою вартістю підприємства, відповідно до фінансової теорії, є чиста вартість усіх майбутніх фінансових потоків. Очікуваний фінансовий потік з огляду на невизначеність майбутнього не можна спрогнозувати зі 100 %-ною ймовірністю. Якщо передбачувана вартість фінансових потоків залежить від зміни валютного курсу, то компанія, яка займається хеджуванням, скорочує коливання їхньої майбутньої вартості.

На сьогодні важливо не тільки, щоб підприємство мало виробниче зростання, а й уміло управляти вільними на поточний момент коштами, могло вчасно передбачати валютні ризики та правильно їх хеджувати.

Оскільки вітчизняні підприємства порівняно недавно стали досить самостійними на світових ринках, у них ще не вистачає досвіду та кваліфікації у формуванні політики управління валютними ризиками.

Дотепер дане питання детально не розглядалося ні у вітчизняній, ні в західній літературі. Безумовно, існує ряд авторів, які так чи інакше досліджували його, хоча в основному це зводилося до дослідження управління валютними ризиками. Але це лише певна частина основної проблематики. Необхідно вміти не тільки визначати валютні ризики, вимірювати їх і використовувати ту чи іншу стратегію хеджування, а й на практиці активно їх застосовувати в діяльності підприємств. Безпосередньо область дослідження повинна охоплювати питання, пов'язані з наслідками валютних ризиків.

Питаннями у сфері управління валютними ризиками займаються такі відомі вчені-економісти, як: Пол Кругман, Перар Жозет, Сурен Лізелотт, Максим Енг, Леві Мауріс, Ендрю Крокетт, Морріс Голдстайн, Майкл Мусса, Пол Массон, Джон Вільямсон та інші.

У вітчизняній економічній літературі ці проблеми відображені у працях відомих українських науковців та практиків: Т.А. Важеєвської, А.С. Гальчинсь-

кого, В.М. Галь, В.М. Гейця, А.А. Грищенко, С.Ю. Михайличенка, В.І. Міщенко, А.М. Мороза, Л.О. Примостки, М.І. Савлука, П.М. Сенища, О.М. Сохацької, В.М. Федосова, В.А. Ющенко, С.О. Яременка та інших.

При всій значущості розробок зазначених авторів і певному рівні опрацювання проблем поки що відсутні комплексні розробки, які б повністю розкрили теоретичні засади та практичні аспекти управління валютними ризиками підприємств-експортерів.

Все вищевикладене обумовило вибір теми дослідження, її актуальність, значимість та практичну спрямованість.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Вибраний напрямок дослідження є складовою науково-дослідницьких тем, над якими працює колектив співробітників Української академії банківської справи Національного банку України: “Стан та перспективи розвитку банківської системи України” (номер державної реєстрації 0190044204) та “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 0102U006965). До звітів за цими темами включено пропозиції автора щодо застосування контрактних методів управління валютними ризиками та використання валютних деривативів для хеджування валютних ризиків підприємств.

Крім того, результати дисертаційної роботи були використані при розробці навчального модуля “Ринок фінансових деривативів” спільно з викладачами та науковцями Університету Нортумбрія (м. Ньюкасл, Великобританія) в рамках програми Британської Ради REAP.

**Мета і задачі дослідження.** Метою дисертаційної роботи є узагальнення методологічних та методичних засад управління валютними ризиками у зовнішньоекономічній діяльності, проведення аналізу валютних ризиків вітчизняних експортерів, розробка та впровадження науково обґрунтованих пропозицій і практичних рекомендацій щодо організації процесу хеджування валютних ризиків підприємств.

Для досягнення поставленої мети були визначені наступні наукові та практичні задачі:

- дослідити сутність, чинники виникнення та основні види валютних ризиків;
- на основі узагальнення результатів наукових досліджень визначити основні методи та інструменти хеджування валютних ризиків;
- проаналізувати експортну діяльність підприємств металургійної галузі, дослідити основні види фінансових ризиків та визначити ступінь їхнього впливу на діяльність цих підприємств;
- виявити основні проблеми формування валютної політики підприємства в умовах нестабільного фінансового середовища;
- визначити вплив валютно-курсової політики Національного банку України на цінову конкурентоспроможність українських експортерів;
- розглянути основні методи прогнозування валютного курсу як інструмента управління валютними ризиками;

- обґрунтувати можливість та довести ефективність використання деривативів для хеджування валютних ризиків підприємств-експортерів;
- на основі узагальнення зарубіжного досвіду використання форфейтингу для управління валютними ризиками підприємств обґрунтувати перспективи його застосування в Україні.

**Об'єктом дослідження** дисертаційної роботи є валютні ризики, на які в процесі здійснення зовнішньоекономічної діяльності наражаються вітчизняні підприємства-експортери.

**Предметом дослідження** є розробка фінансового механізму управління валютними ризиками підприємств-експортерів.

**Методи дослідження.** Теоретико-методологічну основу дисертації становить сучасна економічна теорія, синтез класичних та новітніх поглядів на проблему управління валютними ризиками у зовнішньоекономічній діяльності підприємств-експортерів. У процесі написання роботи залежно від конкретних цілей і задач використано відповідні методи аналізу та дослідження економічних процесів: монографічний, статистичного спостереження, порівняльного аналізу динаміки показників, експертних оцінок, економіко-математичного моделювання та інші.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі та нормативні акти України, періодичні й монографічні вітчизняні та зарубіжні видання, дані статистичних щорічників, Національного банку України, підприємств металургійної промисловості України.

**Наукова новизна отриманих результатів** дослідження полягає у наступному:

- поглиблено і конкретизовано економічний зміст категорії “валютний ризик”, визначено чинники його виникнення, систематизовано основні види валютних ризиків;
- розроблено методіку оцінки впливу коливань валютних курсів на стан балансу та структуру активів і пасивів підприємства;
- суттєво вдосконалено класифікацію основних методів та інструментів хеджування валютних ризиків, зокрема деталізовано класифікацію валютних деривативів;
- вперше досліджено та проаналізовано вплив фінансових ризиків на діяльність вітчизняних підприємств-експортерів металопродукції;
- обґрунтовано механізм формування та реалізації валютної політики підприємства в умовах нестабільного фінансового середовища;
- доведено необхідність та визначено основні напрямки узгодження валютно-курсової політики Національного банку України з політикою цінової конкурентоспроможності українських експортерів;
- обґрунтовано механізм використання похідних фінансових інструментів для хеджування валютних ризиків підприємств-експортерів.

**Практичне значення одержаних результатів** дисертаційного дослідження визначається обґрунтованими пропозиціями щодо розробки та запровадження методологічних і методичних засад управління валютними ризиками у зовнішньоекономічній діяльності підприємств-експортерів.

Внесені на основі розгляду та узагальнення зарубіжного досвіду пропозиції щодо можливостей та перспектив використання форфейтингу для управління валютними ризиками у зовнішньоекономічній діяльності можуть бути використані вітчизняними підприємствами-експортерами.

Запропонована автором методика аналізу фінансових ризиків та визначення ступеня їхнього впливу на діяльність підприємств може бути використана українськими експортерами металургійної продукції.

Рекомендації та пропозиції щодо використання строкових валютних угод (валютних деривативів) для хеджування валютних ризиків, а також запропоновані методичні підходи до розрахунку їхньої ефективності можуть бути використані у практичній діяльності вітчизняних підприємств-експортерів.

Одержані автором результати наукового дослідження використовуються в процесі викладання в Українській академії банківської справи навчальних дисциплін: “Фінансовий менеджмент”, “Управління фінансовими ризиками”, “Валютне регулювання” та інших.

Наукові результати, що виносяться на захист, одержані дисертантом особисто і знайшли відображення в опублікованих працях.

**Особистий внесок здобувача** полягає в поглибленні економічного змісту категорії “валютний ризик”, визначенні чинників його виникнення, систематизації основних видів валютних ризиків, розробці методики оцінки впливу коливань валютних курсів на стан балансу та структуру активів і пасивів підприємства, проведенні аналізу впливу фінансових ризиків на діяльність вітчизняних підприємств-експортерів металопродукції, визначенні основних напрямків узгодження валютно-курсової політики Національного банку України з політикою цінової конкурентоспроможності українських експортерів.

У роботі [1] автором розглянуто основні методи прогнозування валютного курсу для управління валютними ризиками. Наведено конкретні приклади взаємозв'язку між зміною валютного курсу та динамікою основних курсоутворюючих чинників.

У роботі [2] досліджено переваги та недоліки використання основних методів хеджування валютних ризиків.

У роботі [3] обґрунтовано механізм використання валютних застережень для управління валютними ризиками підприємств при здійсненні ними зовнішньоекономічної діяльності.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення і результати виконаного дослідження були оприлюднені і отримали схвальну оцінку на конференціях і семінарах. Серед них: Міжнародна наукова конференція “Проблеми трансформації економіки України” (м. Дніпропетровськ, 2000); Всеукраїнська науково-практична конференція “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2000, 2001).

Крім того, результати дослідження доповідалися автором на науково-практичних конференціях та семінарах професорсько-викладацького складу Української академії банківської справи та Краматорського економіко-гуманітарного інституту.

**Наукові публікації.** Результати дослідження знайшли відображення в 6 наукових працях, опублікованих у фахових виданнях, загальним обсягом 2,85 д.а., із яких особисто автору належить 2,0 д.а.

**Структура і зміст дисертації.** Дисертаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаної літератури і додатків.

Повний обсяг дисертації становить 205 сторінок, у т.ч. на 30 сторінках розміщені 19 таблиць, 9 ілюстрацій, 4 додатки і список використаних джерел із 204 найменувань.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У першому розділі дисертації “Методологічні та методичні засади управління валютними ризиками у зовнішньоекономічній діяльності” розглянуто поняття, чинники виникнення та основні види валютних ризиків, досліджено особливості управління валютними ризиками підприємств-учасників зовнішньоекономічної діяльності, а також основні методи та інструменти хеджування валютних ризиків.

Вдосконалення валютного ринку, розвиток його міжбанківського сектора, зростання обсягів експортно-імпортних операцій, розширення на вітчизняному ринку діяльності нерезидентів, збільшення обсягів іноземного інвестування досить гостро поставили проблему підвищення рівня ризику операцій з іноземною валютою.

Проблема валютного ризику в економічній теорії та практиці вперше виникла наприкінці 70-х років ХХ ст., після підписання країнами-членами Міжнародного валютного фонду Ямайської угоди (Кінгстон, Ямайка, 1976 р.). Одним із основних принципів цієї угоди було введення режиму вільного курсоутворення на базі “плаваючих” валютних курсів – флотинг.

Найбільшої гостроти ця проблема набула у 80-90-х роках минулого століття і залишається актуальною на перспективу. Це пов’язано, перш за все, з різким зростанням обсягів міжнародних торговельних і фінансових операцій, не прогнозованими коливаннями валютних курсів, зростанням обсягів валютних спекуляцій, що спричиняє різке збільшення залежності кінцевих фінансових результатів діяльності підприємств і фінансово-кредитних установ від валютного ризику.

Проведене дослідження дозволило визначити валютний ризик як імовірність грошових втрат або недоодержання прибутку суб’єктами валютного ринку в порівнянні з запланованими значеннями в результаті несприятливої зміни значення валютного курсу.

З суто економічної точки зору такий ризик є наслідком незбалансованості активів і пасивів щодо кожної з валют за термінами і сумами.

Головним чинником виникнення валютних ризиків є короткострокові та довгострокові коливання обмінних курсів, які залежать від попиту і пропозиції валюти на національних і міжнародних валютних ринках.

За характером і місцем виникнення валютні ризики поділяють на ризики щодо країни та валютно-курсові ризики, що включають до свого складу операційні (транзакційні), трансляційні (бухгалтерські) і валютно-економічні ризики.

Управління валютним ризиком передбачає проведення його детального аналізу, оцінку можливих наслідків та вибір відповідних методів страхування. Оцінка ризику передбачає визначення тривалості періоду ризику, суми коштів, що знаходяться під ризиком, та обсягу збитків за відповідними зобов'язаннями, що можуть виникнути в майбутньому. Таким чином, передбачення валютних ризиків посідає чільне місце у стратегії планування діяльності підприємства чи фінансово-кредитної установи і є запорукою підвищення ефективності їхньої основної діяльності.

У світовій практиці управління валютними ризиками за допомогою використання фінансових інструментів називають хеджуванням (hedging). Головна мета використання відповідних методів хеджування полягає в тому, щоб здійснити валютно-обмінні операції своєчасно – ще до того, як відбудеться небажана зміна курсів, або ж компенсувати збитки від такої зміни за рахунок паралельних операцій з валютою, курс якої змінюється в протилежному напрямку.

Хеджування зменшує валютний ризик. Однак зменшення ризику не означає збільшення вартості чи зростання рентабельності компанії. Тому приймати рішення про хеджування валютних ризиків потрібно тільки в рамках загальної стратегії управління ризиками, виходячи зі ступеня участі підприємства в міжнародній торгівлі.

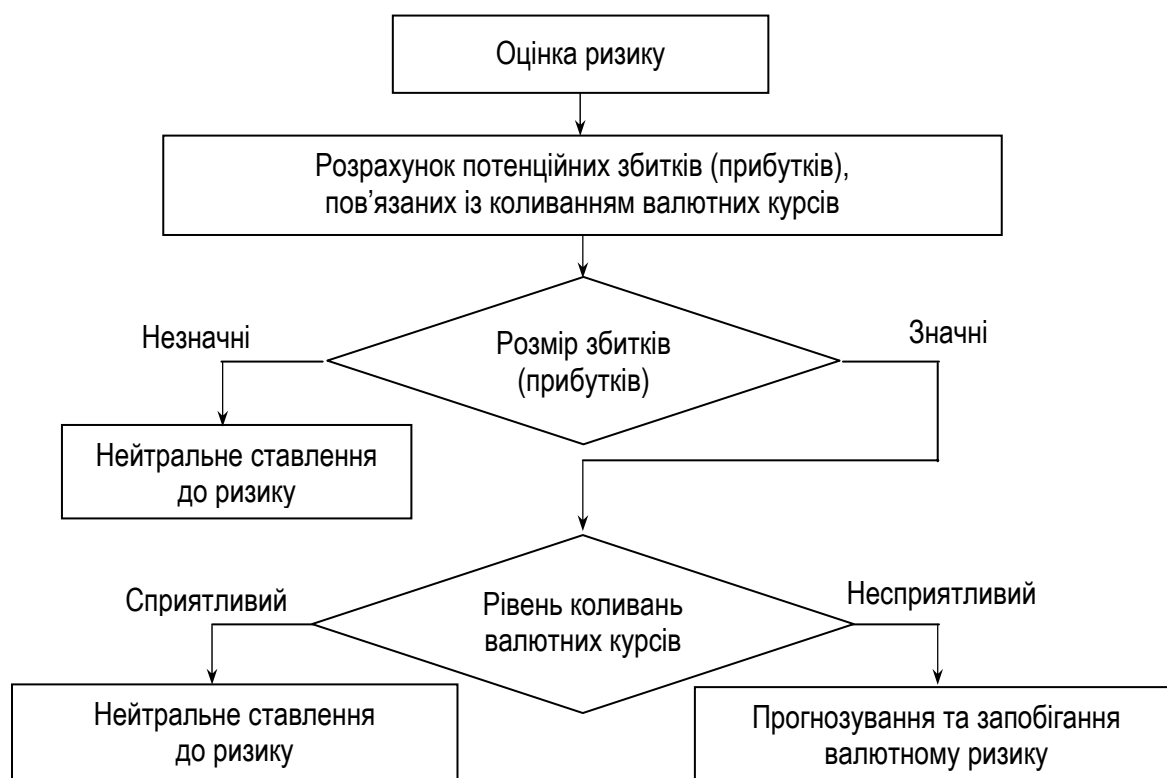
Валютний ризик повинен бути ідентифікований та оцінений, необхідно визначити ступінь його впливу на фінансові результати діяльності компанії. Лише після цього можна з'ясувати питання про те, чи необхідно страхувати компанію від негативних впливів коливань курсів і яким чином це зробити (рис. 1).

У світовій теорії та практиці існує досить велика кількість різних методів хеджування валютних ризиків, основними серед яких можна назвати:

- структурне збалансування активів, пасивів, кредиторської та дебіторської заборгованості;
- стратегія випереджень та запізнювань (стратегія “leads&lags”);
- угода про поділ ризиків;
- кредитування та інвестування в іноземній валюті;
- структурування зустрічних валютних потоків;
- паралельні позички;
- валютні застереження;
- валютні “подушки”;
- створення реінвойсингових центрів;



- операції з валютними деривативами, у т.ч.:
  - валютні операції “форвард”;
  - операції “своп”;
  - опціонні угоди;
  - валютні ф’ючерсні контракти;
- дисконтування вимог в іноземній валюті (форфейтинг);
- самострахування та інші.



**Рис. 1. Блок-схема оцінки валютного ризику**

В економічній практиці вказані методи досить часто переплітаються між собою, а окремі фінансово-кредитні установи використовують, як правило, не один, а водночас кілька методів. При цьому деякі стратегії використовуються переважно за короткострокового хеджування, а інші – за довгострокового.

У другому розділі дисертації “Аналіз валютних ризиків підприємств-експортерів” проаналізовано експортну діяльність підприємств металургійної галузі, досліджено основні види фінансових ризиків та визначено ступінь їхнього впливу на діяльність цих підприємств, виявлено основні проблеми формування валютної політики підприємства в умовах нестабільного фінансового середовища, а також визначено вплив валютно-курсової політики Національного банку України на цінову конкурентоспроможність українських експортерів.

На основі проведеного в дисертаційному дослідженні аналізу за останні 5 років можна зробити висновок, що зовнішня торгівля і, зокрема, експорт мають для економіки України винятково важливе значення. Так, наприклад, якщо

у США та Японії експортні надходження займають всього 10 % у структурі валового внутрішнього продукту, у Франції та Польщі – майже 20 %, то в Україні у 2002 р. частка експорту товарів у ВВП становила 32 % і послуг – майже 10 %. Таким чином, значення зовнішньої торгівлі, яка лишається чи не єдиним важелем оперативного виведення української економіки із тривалої кризи, важко переоцінити.

Однією з пріоритетних галузей української промисловості є металургія. При цьому, і це є особливо важливим, металургійна галузь має досить великий експортний потенціал. В даний час екпортується майже 80-90 % виготовленої продукції. Отже, ця стратегічна галузь забезпечує близько 45-48 % всіх валютних надходжень України, а в структурі ВВП займає приблизно 25-27 %.

У процесі написання дисертаційної роботи нами були досліджені основні види фінансових ризиків підприємств-експортерів металургійної продукції та визначений ступінь їхнього впливу на діяльність цих підприємств.

До основних фінансових ризиків, притаманних діяльності підприємств-експортерів, належать: валютний, кредитний, податковий, ризик ліквідності, інфляційний та ціновий (табл. 1).

При проведенні аналізу особливу увагу було приділено валютному, як специфічному виду ризиків, характерному для підприємств, що займаються зовнішньоекономічною діяльністю та здійснюють розрахунки з контрагентами в іноземній валюті.

Таблиця 1

### Характеристика впливу фінансових ризиків на діяльність підприємств-експортерів

№ пор.	Вид фінансового ризику	Ступінь впливу на діяльність підприємства
1	Валютний ризик	Значний
2	Кредитний ризик	Припустимий рівень; в майбутньому можливе посилення впливу на діяльність підприємства
3	Податковий ризик	Значний
4	Ризик незбалансованої ліквідності	Значний
5	Інфляційний ризик	Носить постійний характер, не має особливостей
6	Ціновий ризик	Значний

Співпраця з багатьма зарубіжними партнерами обумовлює значний вплив ризику коливань обмінних курсів валют на діяльність підприємств-експортерів, до того ж, між моментом підписання зовнішньоекономічного контракту і моментом отримання чи перерахування коштів за даною угодою існує зазвичай значний часовий лаг. Цей факт підтверджується наступними умовами реалізації продукції більшістю вітчизняних металургійних підприємств (як правило, на умовах FCA):

- 20 % попередня оплата + 80 % після отримання продукції в місці призначення;
- 30 % попередня оплата + 70 % після отримання продукції в місці призначення.

Таким чином, підприємства-експортери металопродукції наражаються на операційний валютний ризик, який і є основним в їхній зовнішньоекономічній діяльності.

У рамках намічених тенденцій розвитку економіки України однією з найбільш актуальних і першочергових проблем для вітчизняних підприємств є ефективна організація їхньої зовнішньоекономічної діяльності, зокрема, задача формування валютної політики підприємства, основою якої є управління валютними ризиками, що виникають у результаті курсових коливань.

В цілому, валютну політику підприємства можна визначити як частину його загальної фінансової стратегії, що полягає в розробці системи заходів щодо нейтралізації можливого негативного впливу на діяльність підприємства, викликаного несприятливими змінами валютних курсів.

З огляду на те, що вітчизняні підприємства порівняно недавно стали досить самостійними на світових ринках, у них ще не вистачає досвіду та кваліфікації у формуванні власної валютної політики. Крім того, більшість українських підприємств, на жаль, не мають відповідних аналітичних відділів і не користуються послугами консалтингових структур. Отже виникає питання реструктуризації фінансових підсистем компаній з метою їхньої націленості на формування валютної політики підприємства.

Для успішного й ефективного вирішення проблем валютної політики на підприємстві доцільним виглядає створення відділу менеджменту валютних ризиків, до складу якого входитимуть менеджери з управління кожним видом валютного ризику, фахівець із прогнозування валютних курсів, фінансовий аналітик. У ході виконання дисертаційної роботи нами було запропоновано структуру такого відділу.

Політика даного відділу повинна формуватися у взаємодії з маркетинговою службою і виробничим відділом. Це співробітництво допоможе поліпшити управління конкурентною позицією підприємства.

Проблема управління валютними ризиками тісно пов'язана з питаннями організації внутрішнього валютного ринку у країні та прогнозуванням валютного курсу. Одним із найбільш важливих напрямів є проведення центральним банком відповідної валютно-курсової політики, яка може бути спрямована на стимулювання експорту та зростання виробництва, або, навпаки, сприяти імпортному насиченню країни. Не є виключенням і Національний банк України, який регулюючи валютний ринок та впливаючи на процес формування валютного курсу та його динаміку, ставить певні цілі, у тому числі і стратегічні, для країни. Україна є експортоорієнтованою країною, тому питання валютно-курсової політики НБУ та її впливу на конкурентоспроможність вітчизняних експортерів, у тому числі і на процес управління валютними ризиками, є досить

важливим. У дисертаційній роботі проаналізовано валютно-курсову політику Національного банку України за останні роки та її вплив на цінову конкурентоспроможність української економіки.

**У третьому розділі дисертації** “Вдосконалення процесу управління валютними ризиками підприємств-експортерів” розглянуто основні методи прогнозування валютного курсу як інструмента управління валютними ризиками, обґрунтовано можливість та доведено ефективність використання деривативів для хеджування валютних ризиків підприємств-експортерів, на основі узагальнення зарубіжного досвіду використання форфейтингу для управління валютними ризиками підприємств розглянуто перспективи його застосування в Україні.

Проведення аналізу процесів, що відбуваються в економіці зараз, виявлення загальних закономірностей і тенденцій їхнього розвитку дозволяють із певним ступенем вірогідності спрогнозувати зміну валютних курсів у майбутньому.

Існуючі методи прогнозування валютного курсу можна умовно розділити на дві групи: статистичні методи (проводяться на основі кількісного аналізу) та методи експертних оцінок (проводяться на основі якісного аналізу).

Статистичні методи прогнозування розробляються на основі: показових функцій, ступеневих функцій, динамічних рядів, аналітичних залежностей.

Для прогнозування валютного курсу найчастіше застосовуються такі методи експертних оцінок як: метод написання сценаріїв і метод оцінки за окремими показниками.

При використанні методу оцінки за окремими показниками встановлюються кореляційні залежності між динамікою зміни окремих курсоутворюючих чинників і динамікою валютного курсу, і визначається ступінь кореляції. Прогнозування валютного курсу ведеться на основі одержаних залежностей (частіше усього встановлюється залежність між валютним курсом та інфляцією).

У дисертаційній роботі за допомогою статистичних даних за 2000 рік, що характеризують вплив інфляції на валютний курс, нами було визначено ступінь кореляції, на підставі якого було зроблено висновок про ступінь залежності між цими двома чинниками. Але отриманий результат показав деякі розбіжності між прогнозованою та дійсною зміною валютного курсу. Отже, точність цього методу різко зменшується в умовах нестабільного фінансово-економічного середовища, що є характерним, зокрема, і для України.

Таким чином, найбільш розумно використовувати метод оцінки за окремими показниками як допоміжний при прогнозуванні валютного курсу і при визначенні чинників, які на нього впливають, а також для одержання загального уявлення про стан і найбільш можливий розвиток валютного ринку.

У зв'язку з впровадженням та використанням в Україні режиму вільно плаваючого валютного курсу, операції з валютними деривативами мають привернути особливу увагу, оскільки вони на сьогодні залишаються найбільш ефективним механізмом зниження цінових і валютних ризиків.

У дисертації обґрунтовано механізм використання похідних фінансових інструментів для хеджування трансакційного валютного ризику на прикладі конкретного зовнішньоторговельного контракту (табл. 2).

Таблиця 2

**Ефективність використання валютних деривативів  
для хеджування операційного валютного ризику**

Вид термінової угоди	Збитки від зміни валютного курсу, євро	Прибуток (збиток) від застосування термінової операції, євро	Чистий збиток (прибуток), євро	Економічна ефективність, %
Отримання платежу за зовнішньоекономічним контрактом без використання валютних деривативів	38842	0	38842	–
Укладення форвардної угоди	38842	19580	19262	50,4
Купівля валютного опціону	38842	18279	20563	47,1
Купівля валютних ф'ючерсів	38842	29646	9196	76,3

Таким чином, найбільш ефективним у даному випадку є використання валютних ф'ючерсних контрактів (економічна ефективність становить 76,3 %), на другому місці – валютна операція “форвард” (50,4 %), а найменш привабливою є угода з валютним опціоном (47,1 %).

Отже, використання валютних деривативів з метою хеджування валютних ризиків дозволяє значно знизити ступінь їхнього впливу на фінансові результати діяльності підприємств-експортерів.

Одними з найбільш розповсюджених інструментів управління валютними ризиками, що застосовуються як зарубіжними, так і вітчизняними підприємствами, є так звані контрактні методи.

Для українських підприємств, що здійснюють зовнішньоекономічну діяльність, найбільш прийнятним та перспективним є вибір валюти ціни і валюти платежу у зовнішньоторговельному контракті.

При укладанні зовнішньоекономічної угоди контрагенти мають можливість включити до статті 11 контракту “Інші умови” додаткову умову, що передбачає їхній захист від зміни валютного курсу. У цьому випадку в контракт вводиться нова валюта – валюта застереження. При цьому валюта платежу ставиться в залежність від більш стійкої валюти, наприклад, долара США або євро.

На прикладі реального зовнішньоторговельного контракту з російським імпортером ми порівняли ефективність використання валютних застережень як контрактного методу хеджування валютних ризиків. Найефективнішим виявився метод включення до умов контракту двох валютних застережень – євро та долара США.

Найбільш ефективним інструментом хеджування валютних ризиків, що виникають при укладенні угод з контрагентами, партнерські зв'язки з якими вже давно налагоджені, є стратегія випереджень і запізнь (leads&lags). Ця стратегія припускає свободу вибору дати платежу за зовнішньоекономічним контрактом. Постійний грошовий потік між підприємствами-контрагентами створює сприятливі передумови для використання цієї стратегії, тому що вона надає їм можливість точно прорахувати обсяги фінансових потоків на визначену дату і, таким чином, опосередковано впливати на їхню платоспроможність. Однак, усе це передбачає наявність єдиної мети та чіткої погодженості дій.

Альтернативною стратегією управління валютними ризиками, що виникають під час довгострокових ділових відносин з іноземними компаніями, є так звана техніка розподілу ризиків, тобто угода між підприємствами, у якій покупець і продавець погоджуються взяти на себе заздалегідь визначену частину збитків, пов'язаних з коливаннями валютних курсів, незалежно від того, які втрати компанії понесли насправді. Якщо фірми розраховують на довгострокові взаємовигідні відносини, то використання стратегії розподілу ризиків сприятиме збільшенню торговельного обороту між компаніями, передбачуваності фінансових потоків тощо.

Одним із методів хеджування валютно-курсних ризиків зарубіжних корпорацій є створення так званих реінвойсингових центрів.

Реінвойсинговий центр – це окрема філія транснаціональної корпорації, яка централізовано займається аналізом та хеджуванням усіх валютних ризиків, що виникають у ході міжнародної торгівлі.

У дисертації наведено схему діяльності реінвойсингового центру транснаціональної корпорації.

Хеджування валютних ризиків може також здійснюватися методом структурування зустрічних валютних потоків. Основний зміст даної стратегії полягає в тому, щоб валютні зобов'язання або вимоги фірми були покриті. Таким чином, для будь-якого грошового потоку повинен існувати зустрічний потік у тій же валюті, що закриває відкриту позицію компанії. Ця стратегія найчастіше використовується експортерами. Її проведення можливе лише в умовах стабільності та передбачуваності фінансового ринку, коли ризик неплатежів практично відсутній.

Одним із найбільш розповсюджених методів хеджування валютних ризиків у зовнішній торгівлі, який активно застосовують зарубіжні підприємства, є використання форфейтингових операцій.

Форфейтинг є однією з нових для вітчизняного ринку форм фінансових послуг, економічний зміст якої полягає у фінансуванні зовнішньоекономічної діяльності експортерів на основі надання їм середньострокових пільгових кредитів на умовах обліку без права регресу товарних (комерційних) і фінансових векселів, власниками яких є підприємства-експортери. Механізм форфейтингу використовується для сприяння надходженню коштів експортеру, що надав кредит імпортеру.

Таким чином, цей метод дозволяє експортерам уникнути валютного ризику, який може виникнути внаслідок курсових коливань протягом періоду між укладенням зовнішньоторговельної угоди та фактичним платежем за нею.

Після того, як між експортером та імпортером була досягнута домовленість про те, що заборгованість по товарах оформлятиметься векселями, експортер має визначити їхню номінальну вартість. У роботі наводяться три схеми розрахунку номінальної вартості векселів, що форфетуються.

## ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової задачі, що виявляється в обґрунтуванні фінансового механізму управління валютними ризиками підприємств-експортерів. За результатами дисертаційного дослідження зроблені наступні висновки:

1. Вдосконалення валютного ринку, розвиток його міжбанківського сектора, зростання обсягів експортно-імпортних операцій, розширення на вітчизняному ринку діяльності нерезидентів, збільшення обсягів іноземного інвестування досить гостро поставили проблему підвищення рівня ризику операцій з іноземною валютою.
2. Підприємство, в обороті якого значну частину займають угоди в іноземній валюті, є досить чутливою до валютного ризику. Це означає, що рух коштів залежить від зміни валютних курсів. На сьогодні важливо не тільки, щоб підприємство мало виробниче зростання, а й уміло управляти вільними на поточний момент коштами, могло вчасно передбачати валютні ризики та правильно їх хеджувати. З огляду на те, що вітчизняні підприємства порівняно недавно стали досить самостійними на світових ринках, у них ще не вистачає досвіду та кваліфікації у формуванні політики управління валютними ризиками.
3. Управління валютним ризиком передбачає проведення його детального аналізу, оцінку можливих наслідків та вибір відповідних методів хеджування. Оцінка ризику передбачає визначення тривалості періоду ризику, суми коштів, що знаходяться під ризиком, та обсягу збитків за відповідними зобов'язаннями, які можуть виникнути в майбутньому. Таким чином, передбачення валютних ризиків посідає чільне місце у стратегії планування діяльності підприємства чи фінансово-кредитної установи і є запорукою підвищення ефективності їхньої основної діяльності.
4. Однією з пріоритетних галузей української промисловості є металургія, яка характеризується досить великим експортним потенціалом. В даний час ця галузь забезпечує близько 45-48 % всіх валютних надходжень України, а в структурі ВВП займає приблизно 25-27 %. На основі проведеного аналізу було виявлено основні види фінансових ризиків підприємств-експортерів металургійної продукції, до яких належать валютний, кредитний, податковий, ризик ліквідності, інфляційний та ціновий, а також визначено ступінь їхнього впливу на діяльність цих підприємств.

5. У рамках тенденцій розвитку економіки, що намітилися в Україні, однією з найбільш актуальних і першочергових проблем для вітчизняних підприємств є ефективна організація їхньої зовнішньоекономічної діяльності, зокрема, задача формування валютної політики підприємства, основою якої є управління валютними ризиками. Для успішного й ефективного вирішення проблем валютної політики на підприємстві доцільним є створення відділу менеджменту валютних ризиків, до складу якого входитимуть менеджери з управління кожним видом валютного ризику, фахівець із прогнозування валютних курсів, фінансовий аналітик. У ході виконання дисертаційної роботи нами було запропоновано структуру такого відділу.
6. Проблема управління валютними ризиками тісно пов'язана з питаннями організації внутрішнього валютного ринку та прогнозуванням валютного курсу. Одним із найбільш важливих напрямів є проведення центральним банком відповідної валютно-курсової політики, яка може бути спрямована на стимулювання експорту та зростання виробництва, або, навпаки, сприяти імпортному насиченню країни. Не є виключенням і Національний банк України, який регулюючи валютний ринок і впливаючи на процес формування валютного курсу та його динаміку, ставить певні цілі, у тому числі і стратегічні для країни.
7. У зв'язку з впровадженням та використанням в Україні режиму вільно плаваючого валютного курсу з метою управління валютними ризиками підприємств необхідно використовувати валютні деривативи, оскільки вони на сьогодні залишаються найефективнішим механізмом зниження цінкових і валютних ризиків. У дисертації обґрунтовано механізм використання похідних фінансових інструментів для хеджування валютних ризиків підприємств-експортерів.
8. Одним із найбільш розповсюджених методів хеджування валютних ризиків у зовнішній торгівлі, який активно застосовують зарубіжні підприємства, є використання форфейтингових операцій. У практиці вітчизняних підприємств-експортерів і банків форфейтинг тільки починає запроваджуватися, деякі питання його нормативно-правового забезпечення ще недостатньо врегульовані і потребують подальшої розробки.

## **СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ**

1. Журавка Ф.О., Русаненко І.С. Прогнозування валютного курсу як один з інструментів хеджування валютного ризику // Фінанси України. – 2000. – № 9. – С. 49-59, 0,8 д.а. (особисто автору належить 0,5 д.а.).
2. Журавка Ф.О., Русаненко І.С. Хеджування валютних ризиків: аргументи “за” і “проти” // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. – Суми: Ініціатива, 2000. – С. 123-128, 0,6 д.а. (особисто автору належить 0,3 д.а.).
3. Журавка Ф.А., Русаненко И.С. Золотые и валютные оговорки как метод хеджирования валютных рисков во внешней торговле // Вісник Українсь-



кої академії банківської справи. – 2000. – № 2. – С. 67-70, 0,5 д.а. (особисто автору належить 0,25 д.а.).

4. Русаненко І.С. Валютні ризики: поняття, історія виникнення, основні види // Проблеми трансформації економіки України: Збірник наукових праць. – Дніпропетровськ: Видавництво Дніпропетровського університету, 2000. – С. 84-86, 0,25 д.а.
5. Русаненко І.С. Новые направления в сфере хеджирования валютных рисков // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т. 5. – Суми: Ініціатива, 2001. – С. 279-281, 0,3 д.а.
6. Русаненко І.С. Проблемы и пути совершенствования нормативно-правовой базы, регламентирующей функционирование производных ценных бумаг в Украине // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. – № 2. – С. 23-26, 0,4 д.а.

## АНОТАЦІЯ

Русаненко І.С. Управління валютними ризиками підприємств-експортерів. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит. – Українська академія банківської справи, Суми, 2003.

У роботі досліджено методологічні та методичні засади управління валютними ризиками підприємств-експортерів при здійсненні ними зовнішньоекономічної діяльності, у тому числі розглянуто поняття, головні чинники виникнення та основні види валютних ризиків, визначено основні методи та інструменти їхнього хеджування.

Проаналізовано експортну діяльність підприємств металургійної галузі, досліджено основні види фінансових ризиків, що її супроводжують, визначено ступінь впливу ризиків на діяльність цих підприємств.

Досліджено особливості формування валютної політики підприємства в умовах нестабільного фінансового середовища, класифіковано її основні види, запропоновано створення на підприємствах спеціалізованого відділу управління валютними ризиками.

На прикладі конкретного зовнішньоторговельного контракту розглянуто використання строкових валютних угод (валютних деривативів) для хеджування трансакційного валютного ризику та порівняно їхню ефективність.

На основі розгляду та узагальнення зарубіжного досвіду використання форфейтингу для управління валютними ризиками підприємств-експортерів розглянуто можливості та перспективи його застосування в Україні.

Ключові слова: валютний ризик, валютний курс, хеджування, управління валютним ризиком, валютні деривативи, валютна політика, форвардний контракт, валютний ф'ючерс, опціон.

## АННОТАЦИЯ

Русаненко И.С. Управление валютными рисками предприятий-экспортеров. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.04.01 – финансы, денежное обращение и кредит. – Украинская академия банковского дела, Сумы, 2003.

В работе исследованы методологические и методические основы управления валютными рисками предприятий-экспортеров при осуществлении ими внешнеэкономической деятельности, в том числе рассмотрены понятие, факторы возникновения и основные виды валютных рисков, определены основные методы и инструменты их хеджирования.

Рассмотрены примеры возникновения валютно-курсовых рисков: операционного (транзакционного), трансляционного (бухгалтерского), а также валютно-экономического. Значительное внимание уделяется контрактным методам управления валютными рисками: валютным оговоркам, стратегии опережений и запаздываний (стратегии leads&lags), стратегии разделения рисков, структурированию встречных валютных потоков, параллельным займам, валютным “подушкам”, неттингу, метчингу и др. Исследованы теоретические аспекты хеджирования валютных рисков предприятий-экспортеров при помощи срочных производных финансовых инструментов: форвардных контрактов, валютных фьючерсов, опционов и свопов.

В диссертационном исследовании разработана методика оценки влияния колебаний валютных курсов на состояние баланса и структуру активов и пассивов предприятия.

Рассмотрена роль и значение для отечественной экономики внешней торговли, исследованы преимущества и недостатки вступления Украины во Всемирную торговую организацию. Проведен анализ экспортной деятельности предприятий металлургической отрасли, исследованы основные виды сопутствующих ей финансовых рисков (валютный, кредитный, налоговый, риск ликвидности, инфляционный и ценовой), определена степень влияния рисков на деятельность этих предприятий. При этом особое внимание было уделено валютному риску, как специфическому виду финансовых рисков, характерному для предприятий, осуществляющих внешнеэкономическую деятельность и проводящих расчеты со своими контрагентами в иностранной валюте.

Исследованы особенности формирования валютной политики предприятия в условиях нестабильной финансовой среды, классифицированы ее основные виды, внесены предложения по созданию на предприятиях специализированных отделов по управлению валютными рисками, в структуру которых будут входить менеджеры по управлению каждым видом риска, специалист по прогнозированию валютных курсов, а также финансовый аналитик.

Особое внимание уделено влиянию валютно-курсовой политики Национального банка Украины на ценовую конкурентоспособность отечественных предприятий-экспортеров, а также на их возможность управлять валютными рисками.

В диссертационной работе рассмотрены основные методы прогнозирования валютного курса как инструмента управления валютными рисками, в частности, статистические методы и методы экспертных оценок. При помощи статистических данных, характеризующих влияние инфляции на валютный курс, была определена степень корреляционной зависимости между этими двумя показателями. Однако полученный при этом результат показал некоторые расхождения между прогнозируемым и реальным изменением официального валютного курса. Это позволило сделать вывод о том, что эффективность данного метода резко снижается в условиях нестабильной финансово-экономической среды, характерной, в частности, и для Украины.

На примере конкретного внешнеторгового контракта рассмотрен механизм использования контрактных методов и валютных деривативов для хеджирования транзакционного валютного риска, а также проведен сравнительный анализ их эффективности.

На основе обобщения зарубежного опыта использования форфейтинга для управления валютными рисками предприятий-экспортеров рассмотрены возможности и перспективы его применения в Украине.

Ключевые слова: валютный риск, валютный курс, хеджирование, управление валютным риском, валютный дериватив, валютная политика, форвардный контракт, валютный фьючерс, опцион.

## SUMMARY

Rusanenko I.S. The exchange rate risks management of the enterprises-exporters. – Manuscript.

The dissertation for a candidate of economic science degree in speciality 08.04.01 – finance, money turnover and credit. – Ukrainian Academy of Banking, Sumy, 2003.

The dissertation researches the methodological and methodical essentials of the exchange rate risks management of the enterprises-exporters, including the concept of the exchange rate risk, main factors and basic types of the exchange rate risks. Also the methods and instruments of their hedging are determined.

The analysis of export activity of the metallurgical industry enterprises is made out. The general types of their financial risks are researched and the influence of these risks on activity of the enterprises is found out.

The specificities of formation of the enterprise exchange rate policy in the conditions of unstable financial environment are determined and its basic generations are classified. The suggestions to create the specialized departments of exchange rate risks management on the enterprises are made out.

The mechanism of financial derivatives usage to hedge the transactional exchange rate risk is considered and the comparative analysis of their efficiency is conducted.

On the basis of foreign experience generalization of the forfeiting usage to manage exchange rate risks the possibilities and prospects of its application in Ukraine are considered.

Key words: exchange rate risk, exchange rate, hedging, exchange rate risk management, derivative, exchange rate policy, forward contract, currency futures, option.

Відповідальний за випуск  
кандидат економічних наук, доцент  
*Ф.О. Журавка*

Підписано до друку 03.02.2004.  
Формат 60x90/16. Обл.-вид. арк. 0,9.  
Гарнітура Times. Тираж 100 пр.

Інформаційно-видавничий відділ  
Української академії банківської справи  
40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57.