

УДК 338

**ВЗАИМОУСЛОВЛЕННОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ
ОРГАНИЗАЦИИ И ХЕДЖИРОВАНИЯ**

*канд. экон. наук, доц. Л.В. МАСЬКО; П.И. ПАНЬКОВ
(Полоцкий государственный университет)*

Рассматриваются теоретические аспекты функционирования механизма хеджирования как способа управления риском. Проанализированы эмпирические исследования связи хеджирования и инвестиционной привлекательности организации, цели применения деривативов и причины отказа от работы с производными инструментами на корпоративном уровне.

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность, хеджирование, волатильность доходов, деривативы, управление риском.

Введение. В настоящее время рынок ценных бумаг Республики Беларусь – одно из приоритетных направлений интеграции экономики страны в мировое сообщество. Важное место в формировании отечественного фондового рынка отводится созданию многообразия финансовых инструментов. Для нефинансовых организаций Республики Беларусь деривативы как инструмент хеджирования являются потенциальным источником обеспечения стабильности текущей деятельности и повышения инвестиционной привлекательности. Как отмечает R. Stulz (2013), «... корпоративные менеджеры на основе своей профессиональной интуиции довольно часто предполагают, что эффективная программа управления рисками способствует повышению акционерной стоимости компании и ее инвестиционной привлекательности, но, как правило, измерить данный эффект довольно затруднительно. Большая часть трудностей связана с неточностями в понимании целей управления рисками и как такие цели затрагивают доходность компании, а также роли деривативов в исполнении стратегии управления рисками» [1, с. 21].

Данная работа направлена на рассмотрение теоретических основ управления рисками с помощью деривативов – хеджирования и анализ эмпирических исследований взаимообусловленности хеджирования и инвестиционной привлекательности компании. В Республике Беларусь применение деривативов не получило широкого распространения, в то время как в зарубежных исследованиях достаточно большое внимание уделяется применению хеджирования нефинансовыми организациями: исследуются цели, объемы, виды хеджирования, а также особое внимание уделяется связи данного способа управления риском со стоимостью компании и повышением инвестиционной привлекательности. Ввиду этого были проанализированы уже проведенные исследования в данной сфере, которые в основном затрагивают рынок США либо это глобальные исследования при поддержке Международной ассоциации по свопам и деривативам (ISDA).

Основная часть. *Управление рисками* – процесс оценки и переоценки множества вариантов соотношений между риском и возможной прибылью на постоянной основе для принятия управленческих решений [5, с. 13]. Один из первых уроков, который необходимо усвоить специалисту экономической направленности, – более высокая доходность сопровождается более высоким уровнем риска. Следствием этого является тот факт, что сокращение риска, как правило, влечет за собой определенные издержки в виде более низкой ожидаемой отдачи от вложений. В данном контексте можно отметить, что управление рисками может быть определено как принятие на себя (или увеличение) рисков, изначально заложенных в специфику работы компании, и хеджирование нежелательных. Этот выбор, в конечном счете, зависит от конкурентных преимуществ компании.

До появления рынков деривативов управление рисками было довольно обременительным. Обеспечение соответствия фактического уровня риска желаемому требовало участия в сделках с базовыми активами. Такие сделки, как правило, сопряжены с высокими операционными издержками и дезорганизовывают рыночные портфели. В данной ситуации очень сложно точно установить уровень риска на нужном значении. Кроме этого, с точки зрения стороны, принимающей на себя риск, покупать риск было бы довольно дорого, так как для этого потребуется большой объем капитала. «Деривативы решают эти проблемы очень эффективно: они позволяют торговать риском, при этом не торгуя сам базовый актив» [2, с. 38].

Как справедливо отмечают Л.И. Куликова и А.Р. Губайдуллина, «понятие риска значимо в экономике, поскольку лица, которые принимают решения, сопоставляют риски с ожидаемыми доходами» [3, с. 78].

Исследуя хеджирование риска, В.В. Ковалев подчеркивает, что «...идея хеджирования реализуется практически в любом предприятии, независимо от того, имеет ли оно отношение к финансовым рынкам» [8, с. 283]. Например, при изучении риска портфеля акций О.В. Дмитриева отмечает, что «при формировании портфеля ценных бумаг инвестор стремится уменьшить риск потерь прибыли ... или сгладить колебания доходности портфеля» [4, с. 161–162].

В качестве дополнительной иллюстрации рассмотрим случай, когда акционер стремится уменьшить подверженность рыночному риску акции компании. В период до появления деривативов существовал единственный способ сделать это – продать акции. На данный момент акционер может продавать фьючерсы, форварды, call-опционы, свопы или покупать опционы put, сохраняя при этом акции компании. То есть деривативы обеспечивают эффективный метод передачи риска от сторон, которые не хотят быть подвержены данному риску, тем участникам рынка, которые готовы принять его на себя. В этом смысле улучшается распределение рисков как внутри рынков, так и во всей мировой экономике, следовательно, общая цель развития рынка деривативов – получить более эффективное управление рисками в рамках организаций и экономики в целом.

Как отмечалось ранее, деривативы часто используются для управления рисками, что предполагает применение хеджирования. Естественно, чтобы хеджирование работало, должны быть спекулянты, то есть кто-то должен принять на себя риски. Рынки деривативов, несомненно, привлекательны для спекулянтов, выступающих в роли хедж-фондов и других профессиональных трейдеров, охотно принимающих риск, от которого другие хотят избавиться. Чем больше спекулянтов работает на рынке, тем дешевле хеджерам передать свой риск.

В отношении хеджирования классическим можно считать приведенное Дж. Маршаллом определение: «срочная сделка, заключенная для страхования от возможного падения цены при совершении долгосрочных сделок. А хедж, соответственно, – это позиция, которую используют в качестве временной замены будущей позиции по другому активу (обязательству) или с целью защиты стоимости существующей позиции по активу (обязательству), пока эта позиция не может быть ликвидирована» [6, с. 200].

Хеджирование в МСФО определяется как «использование одного инструмента для снижения риска, связанного с неблагоприятным влиянием рыночных факторов на цену другого инструмента или на генерируемые им денежные потоки» [7, п. 5, подп. 5.14].

По мнению В.В. Ковалева, «... под хеджированием понимают операцию купли-продажи специальных финансовых инструментов, с помощью которой полностью или частично компенсируют потери от изменения стоимости хеджируемого объекта (актива, обязательства, сделки) или олицетворяемого с ним денежного потока» [8, с. 146].

Относительно хеджирования приводятся различные аргументы как в пользу, так и против данного способа передачи риска, но «... снижение волатильности доходов и расходов традиционно рассматривается как основная причина для хеджирования» [9, с. 56].

Влияние применения хеджирования на вероятность получения чистой прибыли до налогообложения упрощенно представлено на рисунке 1.

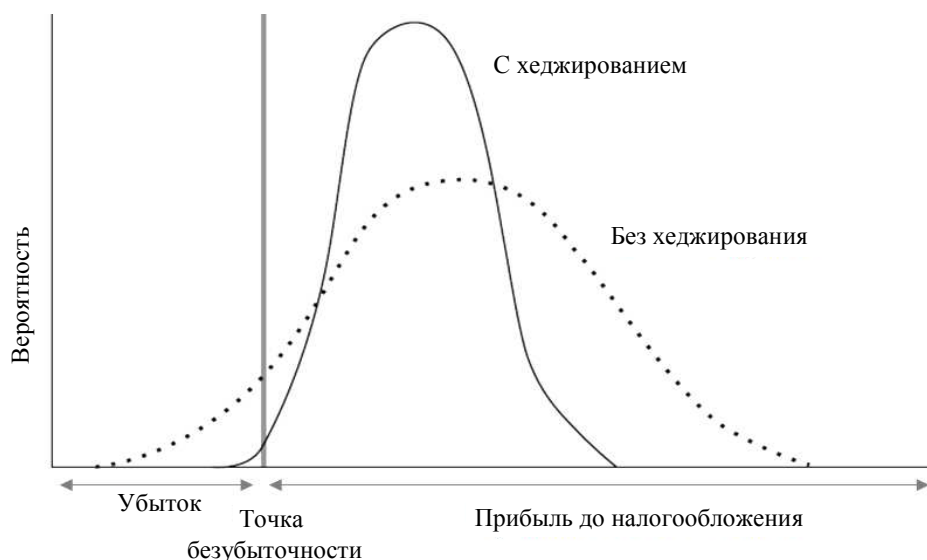


Рисунок 1. – Вероятность получения прибыли с хеджированием и без него

Источник: [5, с. 24].

Как видно из данной схемы, применение хеджирования дает сдвиг кривой распределения возможного результата влево, что обусловлено дополнительными затратами на хедж, но при этом вероятность получения стабильного размера прибыли становится гораздо выше, чем в случае без хеджирования.

Обратимся для примера к *топливным рынкам*. В отличие от профессиональных трейдеров и спекулянтов, которые ориентированы на получение доходов за счет принятия на себя рисков, большинство потребителей топлива не заинтересованы в принятии на себя крупных рисков изменения цен на топливо. В частности, авиакомпании специализируются на предоставлении услуг в сфере авиации, и инвесторы, как правило, вкладывают средства в авиакомпании за их опыт в предоставлении этих услуг. Стоимость топлива – часто самый большой и самый нестабильный компонент текущих расходов для данной отрасли. В подобных условиях экономические результаты авиакомпаний должны главным образом отражать их основной бизнес-риск и не должны быть подвержены большим колебаниям из-за посторонних факторов, таких как изменение цен на нефть или процентных ставок. Хеджирование обеспечивает инвесторам предсказуемость будущих расходов и доходов в данной авиакомпании, что повышает ее инвестиционную привлекательность.

Исследования, где рассматриваются стимулы для корпоративного хеджирования, предполагают, что данный способ управления рисками может быть рассмотрен в качестве источника повышения стоимости ввиду того, что «корпорации применяют хеджирование для минимизации ожидаемых налогов, недофинансирования и финансовых издержек» (Aretz and Bartram, 2010) [10, с. 320].

В частности, Smith and Stulz (1985) утверждают, что «... хеджирование с использованием деривативов может принести значительные выгоды в странах, где компании имеют выпуклую (нелинейную) шкалу налогообложения. Хеджирование снижает волатильность налогооблагаемого дохода, что приводит к снижению ожидаемых налоговых обязательств, и эти налоговые сбережения имеют потенциал для повышения стоимости фирмы. Хеджирование может также повысить акционерную стоимость за счет смягчения расходов, связанных с финансовыми потрясениями, которые включают в себя банкротство и судебные издержки» [11, с. 394]. Здесь речь идет о кредитно-дефолтных свопах (CDS), которые, как показала практика 2008–2009 годов, в отличие от инструментов с традиционными базовыми активами (цена на товары, процентные ставки, биржевые индексы и курсы валют), оказались одной из причин данного кризиса.

Как отмечает Дж. Стиглиц, «... деривативы могут выступать в качестве финансового оружия массового поражения, чем они на самом деле и оказались для AIG (страховая компания США), когда привели к ее краху, нанеся тем самым ощутимый вред большей части экономики в целом. Компания AIG продавала “страховки” от краха других банков, особый вид дериватива, который называется кредитный дефолтный своп. Страхование может быть весьма прибыльным бизнесом, когда страховщику не приходится слишком часто производить выплаты по страховым случаям. Особенно выгодным оно может быть в краткосрочной перспективе: страховщик получает деньги, выплачиваемые ему клиентами в виде взносов, и до тех пор, пока не происходит страхового случая, все выглядит благополучно. Какова была вероятность того, что такая крупная фирма, как Bear Stearns и Lehman Brothers, когда-нибудь окажется банкротом? Даже если существовала потенциальная опасность того, что крупные организации не справятся с управлением своими рисками, правительство, безусловно, окажет им помощь. Деривативы не плохи сами по себе. Они могут играть положительную роль в управлении рисками, но они делают это лишь в рамках адекватного регулирования. В отсутствие надлежащих правовых и регулирующих рамок они почти наверняка способствуют созданию рисков, как произошло во время кризиса» [12, с. 189].

Кризис 2008–2009 годов, несмотря на крупные финансовые потрясения, существенно не повлиял на использование деривативов по всему миру. Это подтверждается исследованием, проведенным Vodnar (2011), где отмечается: из 624 респондентов (риск-менеджеров крупных финансовых и нефинансовых организаций по всему миру) 27% указали, что кризис побудил их снизить применение деривативов; 23%, наоборот, отметили, что кризисные явления заставили их расширить сферу применения производных инструментов; остальные 50% указали на то, что кризис не повлиял на отношение их компаний к использованию деривативов [13, с. 16].

Кроме того, по мнению Smith and Stulz (1985), «... менеджеры фирм используют производные инструменты для минимизации разницы между наличием ликвидности и волатильными денежными потоками. В результате недофинансирования можно избежать путем использования хеджирования, поскольку это помогает компаниям поддерживать внутренние фонды на достаточном уровне для использования выгодных инвестиционных возможностей» [11, с. 395].

Таким образом, анализ работ отмеченных выше авторов показал, что хеджирование в ряде случаев может положительно повлиять на деятельность компании либо за счет непосредственного увеличения прибыли, либо за счет обеспечения стабильной операционной деятельности.

Рассмотрим, как эти утверждения согласуются с практикой работы нефинансовых организаций. Например, в исследовании Vodnar (2011) приводится информация о целях стратегии риск-менеджмента. Так, для 705 компаний нефинансового сектора по всему миру основными целями являются увеличение ожидаемых будущих денежных потоков; избегание больших потерь от непредсказуемого изменения цен; увеличение стоимости фирмы [13, с. 48]. Более подробно цели управления риском представлены на рисунке 2. Считаем, что достижение данных целей может быть обеспечено как с использованием хеджиро-

вания с помощью деривативов, так и с помощью операционного хеджирования (например, когда затраты и выручка номинированы в одной иностранной валюте) или других способов риск-менеджмента. Относительно того, используются ли деривативы для хеджирования рисков нефинансовыми компаниями, в исследовании Vodnar (2011) отмечено, что 71% компаний из добывающего сектора экономики, 67% из обрабатывающего сектора и 46% из сектора услуг применяют деривативы в своей стратегии риск-менеджмента [13, с. 49].

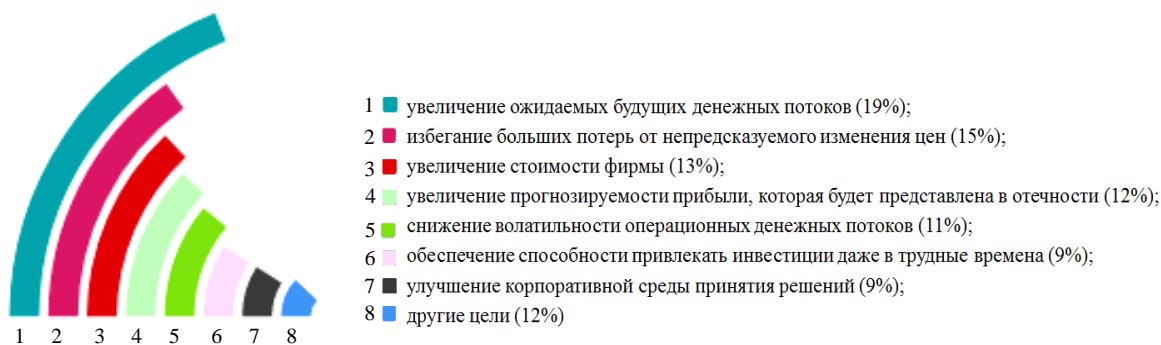


Рисунок 2. – Цели управления риском для нефинансовых компаний по всему миру

Источник: [13, с. 48].

Как отмечает Erik P. Gilje (2017), хеджирование играет ключевую роль в управлении рисками. Кроме того, преимущества хеджирования теоретически хорошо изучены. Однако эмпирические данные, явно подтверждающие, как хеджирование влияет на стоимость фирмы и на ее инвестиционную привлекательность, ограничены. Основная причина недостаточности таких доказательств связана с эндогенным характером стратегии хеджирования [14, с. 4142].

Исследователями в данной сфере был проведен ряд изысканий на примере различных отраслей, результаты которых не позволяют однозначно подтвердить или опровергнуть влияние хеджирования на повышение стоимости компании и ее инвестиционной привлекательности. Так, Allayannis and Weston (2001) проверили взаимосвязь между хеджированием рисков деятельности в иностранной валюте и коэффициентом Тобина (Q) и сделали вывод о том, что хеджирование повышает стоимость фирмы и ее инвестиционную привлекательность [15, с. 269]. Преимущества от применения хеджирования также поддерживаются Carter et al. (2006) на примере авиакомпаний США [16, с. 21]. С другой стороны, Jin and Jorion (2006) отмечают, что хеджирование не влияет на стоимость фирмы в сфере добычи нефти и газа [17, с. 919], однако негативно влияет на стоимость фирмы в золотодобывающей компании [18, с. 32]. Bartram et al. (2011) указывают на то, что влияние хеджирования на стоимость фирмы, скорее всего, несущественно и не может быть однозначно оценено на долгосрочном промежутке времени [19, с. 986].

Phan et al.'s (2014) на примере 94 компаний, специализирующихся на разведке и добыче нефти и газа, за период с 1998 по 2009 год отмечают существенную отрицательную связь между хеджированием и стоимостью фирмы, т.е. потери от хеджирования. Авторы указывают на то, что на теоретическом уровне хеджирование может увеличить стоимость фирмы за счет снижения затрат, связанных с недостаточным инвестированием и финансовой нестабильностью, тем не менее очень мало оснований ожидать, что эти расходы материализуются при наличии риска роста цен на нефть и газ. То есть хеджирование повышает ценность компании только при наличии риска снижения цен на нефть и газ, когда из-за недостатка инвестиций риски являются более существенными [20, с. 352].

Wang and Birkeland (2017) относительно обратной связи между хеджированием и стоимостью фирмы отмечают, что последствия хеджирования в секторе нефте- и газодобычи зависят от паттернов цен на нефть и газ и чувствительны к резким падениям цен. Авторы отмечают, что инвесторы признают необходимость хеджирования в кризисные периоды и, соответственно, готовы вкладывать средства в те компании, которые активно используют данный способ управления риском. При этом во время стабильной рыночной ситуации инвесторы не склонны признавать эффект хеджирования. Этот вывод помогает объяснить вариативность результатов предыдущих эмпирических исследований по данной теме. Также авторы отмечают, что исследования Jin and Jorion (2006) не показали никакой связи между хеджированием и стоимостью фирмы из-за низкой волатильности за рассмотренный период выборки. Относительно Phan et al.'s (2014) отмечается, что потери от хеджирования связаны в целом с устойчивым повышением цен за рассматриваемый период [21, с. 42].

По мнению 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, прибегают к хеджированию, при этом если движение рынка является благоприятным для компании, то по инструменту хеджирования будет получен компенсирующий убыток» [1, с. 22]. То есть нельзя рассматривать хеджирование только с позиции получения прибыли или убытка по инструменту хеджирования, 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.

Результаты проведенного исследования обобщены в таблице 1.

Таблица 1. – Применение хеджирования и деривативов на корпоративном уровне

Автор и направление исследования	Краткие результаты исследования
Aretz and Bartram (2010), связь применения хеджирования и стоимости компании	Данный способ управления рисками может быть рассмотрен в качестве источника повышения инвестиционной привлекательности ввиду того, что «корпорации применяют хеджирование для минимизации ожидаемых налогов, недофинансирования и финансовых издержек»
Smith and Stulz (1985, 2013), определяющие корпоративные стратегии хеджирования	Хеджирование с использованием деривативов может принести значительные выгоды в странах, где компании имеют выпуклую (нелинейную) шкалу налогообложения, также возможно повысить акционерную стоимость за счет смягчения расходов, связанных с финансовыми потрясениями
Bodnar (2011), глобальное исследование управления рисками	При поддержке ISDA проведен опрос среди риск-менеджеров крупных компаний по всему миру о различных вопросах управления риском, в том числе о применении или отказе от хеджирования с использованием деривативов
Erik P. Gilje (2017), влияние хеджирования на стоимость компании: анализ на примере нефтепереработчиков США и Канады	Подтверждаются выводы Stulz о том, что хеджирование позволяет обеспечить большую финансовую стабильность и смягчить недостаток инвестиций
Allayannis and Weston (2001), применение валютных деривативов	Проверили взаимосвязь между хеджированием рисков деятельности в иностранной валюте и Коэффициентом Тобина (Q) и сделали вывод о том, что хеджирование повышает инвестиционную привлекательность фирмы
Carter et al.'s (2006), связь хеджирования и инвестиционной привлекательности в авиаиндустрии	Отмечено, что хеджирование положительно влияет на текущую деятельность на примере авиакомпаний США
Jin and Jorion, влияние хеджирования в нефтегазодобывающем секторе (2006), и для золотодобывающих компаний (2007)	Хеджирование не влияет на стоимость фирмы в сфере добычи нефти и газа, однако негативно влияет на стоимость фирмы в золотодобывающей компании
Phan et al.'s (2014), анализ влияния применения хеджирования на примере 94 компаний, специализирующихся на разведке и добыче нефти и газа с 1998 по 2009 год	Отмечают существенную отрицательную связь между хеджированием и стоимостью фирмы, т.е. потери от хеджирования. Авторы указывают на то, что на теоретическом уровне, хеджирование может увеличить стоимость фирмы за счет снижения затрат, связанных с недостаточным инвестированием и финансовой нестабильностью, тем не менее очень мало оснований ожидать, что эти расходы материализуются при наличии риска роста цен на нефть и газ
Wang and Birkeland (2017), хеджирование на корпоративном уровне в нефтегазодобывающих компаниях США	Инвесторы признают необходимость хеджирования в кризисные периоды и, соответственно, готовы вкладывать средства в те компании, которые активно используют данный способ управления риском. При этом во время стабильной рыночной ситуации инвесторы не склонны признавать эффект хеджирования

Источник: собственная разработка на основании [1; 10; 11; 13–21].

Таким образом, по результатам проведенного исследования можно сделать вывод о том, что среди изученных точек зрения авторов по рассматриваемой проблеме нет единства мнений. Это связано со спецификой работы отдельной отрасли и соответствующего временного отрезка. При этом в исследовании применения деривативов на корпоративном уровне, проведенном М. Bartram (2017), отмечается, что на данный момент глобальные (охват не только компаний из США) исследования использования деривативов как для хеджирования, так и для спекуляций весьма ограничены. Указанным автором предложено собственное исследование того, с какой целью используются производные инструменты на корпоративном уровне. Bartram подтверждает вполне логичный тезис, что нефинансовые организации в большей степени прибегают к хеджированию рисков изменения курсов валют, процентных ставок или цен на биржевые товары, чем к попыткам занять спекулятивные позиции с целью извлечения прибыли от краткосрочного изменения цен. При этом по результатам опроса, проведенного М. Bartram, отмечается, что большин-

ство компаний прибегают к применению деривативов от случая к случаю, исходя из своего видения рынка в конкретный момент времени [19, с. 34].

Необходимо также понимать, что процесс хеджирования достаточно сложный и требует учета различных факторов. Эта сложность обусловлена тем, что инструментами хеджирования являются деривативы (например, форварды, фьючерсы, опционы или свопы). В исследовании Bodnar (2011) приводится информация о причинах отказа ряда компаний от применения деривативов (респондентам можно было выбрать несколько причин), результаты проиллюстрированы рисунком 3.

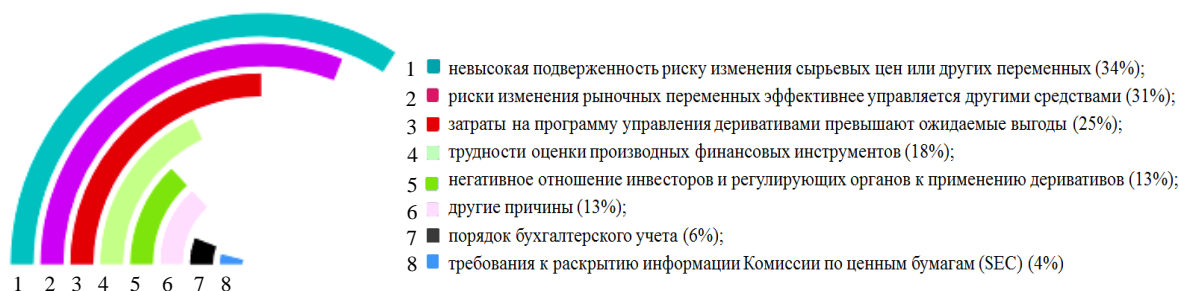


Рисунок 3. – Причины отказа от использования деривативов

Источник: [13, с. 50].

Первые три причины из данного рейтинга можно отнести к главным мотивам отказа от применения деривативов, и они зависят в основном от специфики деятельности компаний. В то время как причины, связанные с бухгалтерским учетом и регулированием производных инструментов, можно отнести к дополнительным барьерам для применения хеджирования нефинансовыми компаниями. И если глобально данные аспекты не являются существенными, то для Республики Беларусь данный вопрос актуален – 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 [23, с. 70]. Также в настоящее время остаются открытыми вопросы налогообложения и регулирования сделок с деривативами в законодательстве. Таким образом, кроме экономической стороны вопроса о применении или неприменении хеджирования существует ряд инфраструктурных препятствий, преодоление которых требует дополнительных исследований и разработок с учетом мирового опыта.

При этом, как отмечают И.В. Зенькова и Т.С. Сорокина, «... в современных экономических условиях деятельность каждого хозяйственного субъекта является предметом внимания обширного круга участников рыночных отношений, заинтересованных в результатах его функционирования» [24, с. 18]. Применение хеджирования на корпоративном уровне организациями Республики Беларусь, в частности ведущими компаниями Витебского региона, исходя из приведенных выше исследований, позволит повысить инвестиционную привлекательность данных компаний. Следовательно, будет улучшена финансово-экономическая составляющая инновационного потенциала Витебского региона в целом.

Заключение. Рассмотренные исследования различных авторов показали, как взаимосвязано применение хеджирования и инвестиционная привлекательность организации. Преимущества хеджирования теоретически достаточно полно изучены, однако эмпирические данные, явно подтверждающие, как хеджирование влияет на стоимость организации и на ее инвестиционную привлекательность, ограничены и в ряде случаев противоречат друг другу. На результаты исследований и на их противоречие оказывают влияние такие факторы, как разные временные периоды с соответствующей спецификой, а также особенности функционирования рассмотренных авторами отраслей. Если вопрос о характере связи между хеджированием и стоимостью компании остается открытым, то очевидным преимуществом хеджирования будет то, что данный способ управления риском позволит повысить уровень инвестиционной привлекательности организации.

ЛИТЕРАТУРА

1. Stulz, R., How Companies Can Use Hedging to Create Shareholder Value / R. Stulz // J. Applied corporate finance. – 2013. – Vol. 4 (25). – P. 21–31.
2. Wendy, L.P. Pirie Derivatives / L.P. Wendy. – Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons, 2017. – 624 p.
3. Куликова, Л.И. Профессиональное суждение бухгалтера как инструмент формирования финансовой отчетности / Л.И. Куликова, А.Р. Губайдулина. – М. : Проспект 2016. – 128 с.
4. Дмитриева, О.В. Бухгалтерский учет и анализ операций с ценными бумагами : учеб. пособие / О.В. Дмитриева. – М. : ИНФРА-М, 2016. – 237 с.

5. Dafir, M. Fuel Hedging and Risk Management / Mohamed Dafir, Vishnu N. Gajjala. – New Delhi, India ; Padstow, Cornwall, UK : John Wiley & Sons, 2016. – 314 p.
6. Маршалл, Джон Ф. Финансовая инженерия : полное рук. по финансовым нововведениям / Джон Ф. Маршалл, Випул К. Бансал ; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
7. Об утверждении национального стандарта финансовой отчетности 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка» (НСФО 39) для банков (в ред. постановлений Совета директоров Нацбанка от 27.12.2007 № 407, от 22.12.2009 № 451) // Адвокат.by [Электронный ресурс]. – Режим доступа <http://www.advokatby.com/belarus/feedn8/bdesn6d2j.htm>. – Дата доступа: 25.03.2018.
8. Ковалев, В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : Проспект, 2014. – 1104 с.
9. Smith, Donald J. Risk Management, Derivatives and Financial Analysis under SFAS No. 133 / Donald J. Smith, Gary L. Gastineau, Rebecca Todd. – Charlottesville, Virginia, USA : The Research Foundation of AIMR, 2001. – 118 p.
10. Aretz, K. Corporate hedging and shareholder value / K. Aretz, S. Bartram // J. Financ. Res. – 2010. – № 33. – P. 317–371.
11. Stulz, R. The determinants of firms' hedging policies / C. Smith, R. Stulz // J. Financ. Quant. Anal. – 1985. – № 20. – P. 391–405.
12. Стиглиц, Дж. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок / Дж. Стиглиц ; пер. с англ. – М. : Эксмо, 2011. – 512 с.
13. Gordon, M. Bodnar Managing Risk Management / Bodnar M., Giambona E., Graham John R. – Wharton School at the University of Pennsylvania: 2011. – Working paper, 57 p.
14. Erik P. Gilje Does Hedging Affect Firm Value? Evidence from a Natural Experiment / E.P. Gilje, J.P. Taillard // The Review of Financial Studies : Oxford university press. – 2017. – Vol. 30, № 12. – P. 4083–4132.
15. Allayannis, G. The use of foreign currency derivatives and firm market value / G. Allayannis, J. Weston // Rev. Financ. – 2001. – Stud. 14, – P. 243–276.
16. Carter, D. Hedging and value in the U.S. airline industry / D. Carter, D. Rogers, B. Simkins // J. Appl. Corp. Financ. 18 (4), 2006. – P. 21–33.
17. Jin, Y. Firm value and hedging: evidence from U.S. oil and gas producers / Y. Jin, P. Jorion // J. Financ. 61, 2006. – P. 893–919.
18. Jin, Y. Does hedging increase firm value? Evidence from the gold mining industry / Y. Jin, P. Jorion // Working Paper, California State University-Northridge and University of California-Irvine, 2007. – 46 p.
19. Bartram, S. The effects of derivatives on firm risk and value / S. Bartram, G. Brown, J. Conrad // J. Financ. Quant. Anal. 46, 2011. – P. 967–999.
20. Uncovering the asymmetric linkage between financial derivatives and firm value – The case of oil and gas exploration and production companies / D. Phan [et al.] // Energy Economics 45, 2014. – P. 340–352.
21. Wang, N. A Study of Hedging at the Firm Level in U.S. Oil and Gas Exploration Firms / N. Wang, J. Birkeland. – BI Norwegian Business School, 2017. – Master Thesis, 52 p.
22. Söhnke, M. Bartram Corporate hedging and speculation with derivatives / M. Söhnke // Journal of Corporate Finance (32), 2017. – Accepted manuscript, 45 p.
23. Масько, Л.В. Деривативы и операции хеджирования в системе бухгалтерского учета / Л.В. Масько, П.И. Паньков // Вестник Полоцкого государственного университета. Сер. Д, Экон. и юрид. науки. – 2017. – № 13. – С. 66–72.
24. Зенькова, И.В. Оценка инновационного потенциала Витебского региона / И.В. Зенькова, Т.С. Сорокина // Вестник Полоцкого государственного университета Сер. Д, Экон. и юрид. науки. – 2014. – № 5. – С. 12–21.

Поступила 18.04.2018

INTERDEPENDENCE OF INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF THE ORGANIZATION AND HEDGING

L. MASKO, P. PANKOV

The theoretical aspects of hedging as a risk management method have been considered in the article. Empirical studies of the relationship between hedging and investment attractiveness of the organization are analyzed, as well as the goals of derivatives application and the reasons for refusal to work with derivatives at the corporate level have been reviewed.

Key words: investment attractiveness, hedging, income volatility, derivatives, risk management.