NAUKI O FINANSACH FINANCIAL SCIENCES 4(25) • 2015

ISSN 2080-5993
e-ISSN 2449-9811

Yury Y. Karaleu
School of Business and Management of Technology of Belarusian State University, Minsk
e-mail: yykorolev@tut.by

UBEZPIECZENIE PRACOWNIKÓW PRZED BANKRUCTWEM PRACODAWCY*

INSURANCE FOR HANDLING EMPLOYEE ENTITLEMENTS IN THE EVENT OF EMPLOYER INSOLVENCY (BANKRUPTCY)

DOI: 10.15611/nof.2015.4.05
JEL Classification: G33

Streszczenie: Kryzys ekonomiczny rozpoczęty w 2007 r. pokazał, że ubezpieczenie pracowników przed upadłością pracodawcy może być jednym z ciekawszych i najbardziej innowacyjnych produktów ubezpieczeniowych. Problem bankructw przedsiębiorstw nie ominął również Białorusi, co jest widoczne w zwiększającej się liczbie zgłoszonych postępowań upadłościowych w białoruskich sądach. Celem niniejszego artykułu jest przeanalizowanie dostępnych narzędzi obrony praw pracowników w przypadku upadłości (bankructwa) pracodawcy, np. wykorzystanie ubezpieczenia do zapewnienia im wypłaty zasiłków.

Słowa kluczowe: upadłość (bankructwo), ubezpieczenie, interesy ekonomiczne pracowników.

Summary: Among modern types of economic insurances, the insurance of employees to cover their entitlements in the case of insolvency (bankruptcy) of a business may be considered as the most advantageous and relevant after the recent financial crisis of 2007, particularly in view of the growing number of bankruptcy cases in Belarusian commercial courts. The purpose of this paper is to examine the varying legal treatments of employee entitlements in the case of employer insolvency (bankruptcy) and to encourage developing countries to use insurance to ensure the payment of employee entitlements.

Keywords: insolvency (bankruptcy), insurance, employee entitlements.

1. Trzy grupy definicji zabezpieczeń

Wszystkie definicje zabezpieczeń można podzielić na trzy duże grupy, które nie stanowią rozłącznych zbiorów, ale częściowo się pokrywają. Do pierwszej grupy można zaliczyć zbyt szerokie definicje, które nie odzwierciedlają istoty pojęcia „zabez-

* Artykuł przetłumaczyła dr Joanna Koczar, adiunkt w Katedrze Teorii Rachunkowości i Analizy Finansowej Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

pieczania" i nie odróżniają go od innych metod zarządzania ryzykiem; mogą one być mylące i odnosić do hedgingu wszystkie metody zarządzania ryzykiem. Zgodnie z tymi definicjami zabezpieczenie jest to „proces zmniejszania ryzyka ewentualnych strat" [Redhead, Hughes 1988], „technika zminimalizowania ryzyka finansowego" [Румянцева 2010], „dowolny system zarządzania finansami pozwalający wyeliminować lub zminimalizować stopień ryzyka" [Клименко 2013], „system środków pozwalających wyeliminować lub ograniczyć ryzyko operacji finansowych w wyniku niekorzystnych zmian kursów walut, cen towarów, stóp procentowych, itp. w przyszłości" [Шапкин 2003], system środków „przy pomocy których negatywne skutki ryzyka mogą być zmniejszone" [Ковалев 2008]. Ponadto większość definicji zaliczonych do tej grupy, jak i wiele innych, które zostaną dalej omówione, wskazuje na możliwość wyeliminowania, za pomocą hedgingu, „strat, niekorzystnych zmian czy negatywnych skutków".

Niektóre szerokie definicje ograniczają zakres stosowania zabezpieczeń do jednego czy dwóch ryzyk. Na przykład M.K. Bunkina i A.M. Siemionow twierdzą, że zabezpieczenia to „narzędzie „stosowane w celu zminimalizowania strat wynikających z wahań kursów walutowych" [Бункина 1998]. S. Ross, R. Westerfield i D. Jordan uważają, że hedging jest „zmniejszeniem uzależnienia firmy od wahań cen lub stóp procentowych" [Ross, Westerfield, Jordan 2010].

Do drugiej grupy można zaliczyć definicje, które odnoszą się do zabezpieczania przez pryzmat jego instrumentów, przy czym szeroka gama instrumentów wykorzystywanych do zabezpieczenia prowadzi do różnorodności definicji. Najczęściej hedging jest w nich określany jako operacje z pochodnymi instrumentami finansowymi, a sam proces zabezpieczania sprowadzają one do zawierania transakcji na rynku terminowym. Według E.J. Dolana hedging to „system zawierania kontraktów terminowych i transakcji, uwzględniający przyszłe, prawdopodobne zmiany kursów walut, mający na celu uniknięcie negatywnych skutków tych zmian" [*Финансовый менеджмент*… 1999]. Zdaniem M. Gainetdinova „hedging – to uzupełnienie zwykłej komercyjnej i finansowej działalności firm na giełdzie kontraktów futures" [Абдрахманова 2003]. Według L.M. Makarevicha hedging to „sposób na zmniejszenie ryzyka niekorzystnych zmian koniunktury cenowej poprzez zawieranie kontraktów terminowych (futures i opcji)" [Макаревич 2006].

Do grupy tej można zaliczyć również te definicje, które opis mechanizmu zawierania giełdowych transakcji terminowych i ich działania, jako instrumentu zabezpieczeń, traktują jako mechanizm działania samego zabezpieczania. Na przykład V.J. Reznichenko pisze, że istotę zabezpieczeń „stanowi to, że równolegle do podstawowej transakcji zawierana jest transakcja stanowiąca jej przeciwieństwo, taka że czynniki ryzyka, których wpływ na pierwszą transakcję jest negatywny, mają w odniesieniu do drugiej pozytywny charakter" [Румянцева 2010]. V.V. Kovalov przez pojęcie hedgingu rozumie „transakcję kupna – sprzedaży specjalnych instrumentów finansowych, za pomocą której całkowicie lub częściowo rekompensowane są straty z tytułu zmian wartości zabezpieczanej pozycji (elementu aktywów, zobowiązania,

transakcji) lub związanego z nią przepływu środków pieniężnych" [Ковалев 2008]. L. Galic uważa, że „zabezpieczenie jest to sytuacja, w której podmiot zagrożony ryzykiem próbuje je wyeliminować, zajmując przeciwstawne pozycje w jednym lub kilku instrumentach zabezpieczających" [Галиц 1998]. Według G.T. Abdrakhmanovoj hedging jest to „wykorzystanie jednego narzędzia w celu zmniejszenia ryzyka związanego z niekorzystnym wpływem czynników rynkowych na ceny innego, związanego z pierwszym, narzędzia lub na generowane przez nie przepływy pieniężne" [Абдрахманова 2003]. Ta sama definicja znalazła się w Krajowym Standardzie Sprawozdawczości Finansowej nr 39 „Instrumenty finansowe: ujmowanie i wycena" dla banków (pkt 5, podpunkt 5.14), zatwierdzonego decyzją Rady Dyrektorów Narodowego Banku Republiki Białorusi nr 422 z dnia 29.12.2005.

Trzecią grupę stanowią definicje traktujące pojęcie „zabezpieczenie" przez pryzmat pojęcia „ubezpieczenie", zgodnie z którymi zabezpieczenie to:

- „ubezpieczenie ryzyka niekorzystnych zmian cen dowolnych towarów, czy innych dóbr materialnych wynikających z kontraktów i transakcji handlowych, zapewniających dostawę (sprzedaż) towarów w przyszłych okresach" [*Финансовый менеджмент*… 1999];
- sposób „ubezpieczenia ryzyka walutowego, od niekorzystnych zmian kursów wymiany walut obcych w przyszłości" [Балабанов 1996];
- ubezpieczenie od „ewentualnych zmian cen" [Криничанский 2010];
- szansa „ubezpieczenia się od zmian cen w momencie planowanego nabycia lub zbycia papierów wartościowych" [Лялин 2008];
- „ubezpieczenie ceny towaru od ryzyka niepożądanego dla sprzedającego spadku lub nieopłacalnego dla nabywcy wzrostu, poprzez stworzenie systemu równoważących się wzajemnie, walutowych, handlowych, kredytowych i innych, należności i zobowiązań" [Резниченко 2004];
- „giełdowe ubezpieczenie strat związanych ze spadkiem cen na rzeczywistym (pieniężnym, realnym) rynku, poprzez odniesienie do rynków kontraktów futures lub opcji" [Колтынюк 2004].

2. Mechanizm działania instrumentów pochodnych i wbudowanych instrumentów pochodnych

Ta różnorodność przytoczonych wyżej definicji wynika przede wszystkim z faktu, że badanie zabezpieczeń to nowy, nadal dynamicznie się rozwijający, kierunek w nauce o finansach. Stale również rośnie liczba i zwiększa się różnorodność instrumentów zabezpieczających oraz pojawiają się nowe możliwości ich wykorzystania. Odpowiednio wzrasta również liczba ryzyk, którymi można zarządzać przez zabezpieczenia. To sprawia, że niemożliwe jest zdefiniowanie hedgingu na podstawie opisu mechanizmu jego działania, ponieważ każdy instrument ma swoje własne, charakterystyczne cechy. Dlatego konieczne jest wydzielenie tego, co wyróżnia i charakteryzuje proces zabezpieczania, niezależnie od stosowanych narzędzi i me-

chanizmów ich działania, a następnie wybranie z obecnie dostępnych lub sformułowanie nowej definicji, która odzwierciedli istotne cechy samego hedgingu, a nie jego instrumentów. Konieczne jest również, na podstawie informacji o istocie zabezpieczeń, określenie ich miejsca w systemie stosunków gospodarczych, które do tej pory również nie zostało jednoznacznie zdefiniowane.

W zależności od terminu realizacji wszystkie transakcje są podzielone na transakcje typu spot, realizowane niezwłocznie po zawarciu transakcji, i terminowe, realizowane w pewnym momencie przyszłości. Zarówno pierwsze, jak i drugie mogą być stosowane jako transakcje zabezpieczające. Transakcje spot, dzięki zawarciu ich zawczasu, pozwalają wyeliminować ryzyko nieprzewidzianych zmian w przyszłości, ale wymagają dużych wydatków w związku z koniecznością zapłaty całej kwoty już w momencie zawarcia transakcji. Transakcje terminowe umożliwiają dokonanie płatności dopiero w określonym momencie w przyszłości, a tym samym uwalniają na określony czas własne środki podmiotu gospodarczego lub pozwalają uniknąć zaciągania pożyczek. Dlatego kontrakty terminowe, jako pochodne instrumenty finansowe, uważane są za najbardziej efektywne i są najpopularniejszymi instrumentami zabezpieczającymi, lecz sprowadzanie pojęcia zabezpieczeń wyłącznie do transakcji terminowych jest nieprawidłowe.

Zabezpieczenia są najczęściej realizowane w wyniku zawierania terminowych kontraktów (instrumentów pochodnych) również dlatego, że zgodnie z MSSF (MSR) 39 „Instrumenty finansowe: ujmowanie i wycena", instrumenty niebędące instrumentami pochodnymi mogą być wykorzystane jako instrumenty zabezpieczające jedynie do zabezpieczenia ryzyka walutowego. Jednak w opracowywanej trzeciej części MSSF 9 „Rachunkowość zabezpieczeń", który powinien zastąpić MSSF (MSR) 39, omawiane jest zastosowanie innych niż pochodne instrumentów finansowych jako narzędzia do zabezpieczania wszelkiego rodzaju ryzyka, a nie tylko ryzyka walutowego.

Jako narzędzia hedgingu można również wykorzystywać różnego rodzaju zastrzeżenia wnoszone do podstawowych umów. Noszą one, zgodnie z MSSF (MSR) 39 „Instrumenty finansowe: ujmowanie i wycena", nazwę „wbudowanych instrumentów pochodnych".

W ten sposób fakt, że jako instrumenty zabezpieczające w przeważającej liczbie przypadków wykorzystuje się pochodne instrumenty finansowe, nie wyklucza konieczności rozważenia mechanizmu działania instrumentów pochodnych i wbudowanych instrumentów pochodnych, które również są wykorzystywane w celach zabezpieczania do określenia istoty hedgingu. W konsekwencji definicje oparte na wykorzystaniu pochodnych instrumentów terminowego rynku, jako cechy wyróżniającej hedging, lub opisujące mechanizm zawarcia transakcji kupna – sprzedaży takich instrumentów, jako mechanizm działania samego hedgingu, nie w pełni odzwierciedlają jego istotę. Ponadto obecnie istnieje już wiele różnorodnych modyfikacji i kombinacji pochodnych instrumentów finansowych, z których każda ma swoje własne, szczególne cechy. W dodatku w procesie rozwoju inżynierii finansowej

ich liczba będzie stale rosła, aby zaspokoić potrzeby podmiotów gospodarczych związane z zarządzaniem różnego rodzaju ryzykami. Budowanie definicji na opisie mechanizmu działania każdego z nich jest niemożliwe, a wszelkie próby określenia definicji hedgingu w oparciu o mechanizm działania jednego czy drugiego, lub kilku instrumentów, doprowadzą do tego, że pozostałe instrumenty nie będą nią objęte. Konieczne jest jednak wzięcie pod uwagę mechanizmów działania podstawowych, można powiedzieć: „pierwotnych", pochodnych instrumentów finansowych, na podstawie których dokonuje się różnych modyfikacji i z których buduje się różne kombinacje (tzn. forward, futures i opcje) w celu określenia cech wspólnych, które łączyłyby instrumenty pochodne i instrumenty niebędące nimi, które są jednak wykorzystywane do celów zabezpieczenia.

Kontrakt terminowy typu forward jest kontraktem, w którym zapisano obowiązek kupna lub sprzedaży danych aktywów (dobra bazowego) w przyszłości (w określonym terminie) i po z góry określonej cenie. Kontrakt forward jest zawierany poza giełdą, bezpośrednio między stronami (pośrednikami mogą być brokerzy i dystrybutorzy), dlatego główną zaletą tego typu transakcji jest ich elastyczność, co oznacza, że partnerzy mogą wprowadzić do umowy wszelkie uzgodnione warunki. Główną wadę kontraktów forward stanowi ryzyko tego, że partner odmówi spełnienia warunków określonych w umowie (zob. [Галиц 1998; De Kovno, Tucci 1996; Колтынюк 2004] i in.).

Kontrakt typu futures jest pokrewny kontraktowi typu forward i ma podobny do niego charakter, ale jest zawierany na giełdzie, a tym samym jest kontraktem standaryzowanym, ze ściśle określoną ilością, jakością i warunkami dostawy lub rozliczeń dla każdego rodzaju aktywów. Dlatego przy zawieraniu kontraktów typu futures negocjowana jest tylko cena i liczba zawieranych kontraktów.

Pozytywną stroną takiej standaryzacji jest wysoka płynność rynku transakcji typu futures, co oznacza, że nabywca lub sprzedawca kontraktu futures jest pewny, że w dowolnym momencie będzie mógł zamknąć pozycję przez zawarcie transakcji „odwrotnej". Z drugiej strony, potrzeby uczestnika transakcji nie zawsze mogą być, ze względu na szczególne warunki tego typu transakcji, zaspokojone i może on być zmuszony do szukania kompromisu pomiędzy istniejącym ryzykiem i możliwościami jego likwidacji (zob. [Галиц 1998; De Kovno, Tucci 1996; Hull 2007] i in.).

Zaletą transakcji zabezpieczających zawieranych na giełdzie jest to, że nie występuje ryzyko pojawienia się nieuczciwego partnera, ponieważ to giełda jest partnerem wszystkich transakcji i w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem braku płatności przewiduje wprowadzenie depozytu zabezpieczającego, z którego lub na który codzienne przekazywana jest marża stanowiąca różnicę między ceną rozliczeniową (oficjalną ceną zamknięcia kontraktu na dany dzień) a ceną transakcji (określoną w momencie zawarcia umowy). W rezultacie właściciel kontraktu zawartego na giełdzie codziennie widzi swoje śródokresowe zyski i straty, a właściciel kontraktu zawartego na rynku nieregulowanym widzi je tylko na dzień zamknięcia kontraktu. Jednak przekazywanie środków na utrzymanie gwarancyjnych depozytów powodu-

je, że instrumenty giełdowe są droższe od realizowanych poza giełdą, co stanowi poważną wadę tego typu transakcji (zob. [Hull 2007; Маршалл 1998; De Kovno, Tucci 1996] i in.).

Opcja jest umową dającą w ustalonym okresie prawo, ale nie obowiązek, kupna lub sprzedaży składnika aktywów po ustalonej cenie (cenie wykonania opcji). Oznacza to, że o ile w razie zawarcia kontraktu typu forward lub futures u obu stron umowy pojawia się obowiązek zrealizowania go w określonej przyszłości, o tyle w wypadku transakcji z opcją obowiązek ten powstaje tylko u sprzedającego kontrakt, jeżeli nabywca skorzysta z przysługującego mu prawa do żądania wykonania kontraktu. Ponieważ za „prawo" to trzeba zapłacić, za opcje wypłacana jest premia.

Opcje mogą mieć charakter umów zawartych zarówno na giełdzie, jak i na rynku nieregulowanym i posiadać cechy charakterystyczne dla obu rodzajów wymienionych transakcji. Połączenie jednoczesnego zakupu i (lub) sprzedaży opcji sprzedaży (*put option*) i opcji kupna (*call option*) pozwala zbudować wiele „korytarzy", w ramach których przyszła wartość instrumentu bazowego może się zmieniać, nie stwarzając zagrożenia dla podmiotu gospodarczego.

Główną zaletą opcji jest to, że pozwalają one ograniczyć niekorzystne wahania rynku i zrezygnować z umowy, gdy sytuacja na rynku rozwija się w dobrym kierunku, co pozwala zachować nieograniczone możliwości osiągnięcia zysku. Oznacza to, że opcje nie eliminują co prawda całkowicie ryzyka finansowego, ale neutralizują przy tym możliwość odchylenia tylko w gorszą stronę. Zabezpieczenia przez kontrakty typu forward i futures ograniczają zarówno negatywne, jak i pozytywne wahania przepływów pieniężnych oraz eliminują ryzyko finansowe praktycznie w całości (zob. [Hull 2007; Маршалл 1998; De Kovno, Tucci 1996] i in.).

Kontrakty futures, forward i opcje dzielą się, ze względu na charakter rozliczenia kontraktu, na kontrakty z dostawą instrumentu bazowego (kontrakty z dostawą) i bez dostawy (kontrakty rozliczane pieniężnie). W pierwszym przypadku umowa zabezpieczająca obejmuje rzeczywiste dostarczenie instrumentu bazowego przez jedną ze stron transakcji w określonym momencie i po z góry ustalonej cenie, a w drugim, gdy nie jest przewidziana rzeczywista dostawa, dochodzi jedynie do pieniężnego rozliczenia między stronami umowy, czyli wypłaty różnicy wynikającej z ceny instrumentu bazowego ustalonej w kontrakcie i ceny obowiązującej na rynku na dzień rozliczenia kontraktu.

Dlatego kontrakty rozliczane pieniężnie wykorzystywane są jednocześnie z transakcjami o przeciwnym charakterze na rynku kasowym (spot). Różnowektorowy kierunek tych dwóch transakcji pozwala utrzymać stabilną pozycję przy każdym ruchu rynku (dodatni wynik jednej transakcji równoważy ujemny wynik drugiej). W praktyce, co do zasady, kontraktami z dostawą są instrumenty nieregulowanego rynku, a kontraktami rozliczanymi pieniężnie – instrumenty giełdowe (zob. [Hull 2007; Маршалл 1998; De Kovno, Tucci 1996] i in.). Każdy rodzaj instrumentów pochodnych, ze względu na różnice w mechanizmie działania, zabezpiecza określone skutki hedgingu.

Kontrakty z dostawą stanowią uzupełnienie podstawowej transakcji, jako równolegle zawierana transakcja, tak aby zysk z transakcji zabezpieczającej rekompensował jego utratę z podstawowej transakcji, ale w danym przypadku praktycznie zawsze zostaje podstawowe ryzyko dotyczące możliwości „rozejścia się" rynku kasowego (spot) i terminowego. Jeżeli istnieje możliwość wykorzystania instrumentu pochodnego na dokładnie taki sam składnik aktywów (instrument bazowy), jaki jest przedmiotem podstawowej transakcji, to bazowe ryzyko będzie minimalne ze względu na zgodność zmiany ceny na instrument pochodny i, będący jego podstawą, instrument bazowy. Jeżeli przeprowadzane jest zabezpieczenie krzyżowe (cross-hedging), czyli zabezpieczenie jednego składnika aktywów z wykorzystaniem instrumentu pochodnego na inny składnik aktywów (instrument bazowy), podstawowe ryzyko będzie zależało od tego, na ile skorelowane są kursy zabezpieczanego składnika aktywów i instrumentu zabezpieczającego. W bezpośrednim i dobrze skonstruowanym zabezpieczeniu krzyżowym to ryzyko jest znacznie niższe niż początkowe. W zależności od sytuacji rynkowej zabezpieczający może dzięki bazowemu ryzyku uzyskać wynik lepszy lub gorszy od oczekiwanego, a co za tym idzie, ryzyko może oscylować wokół zera w kierunku dodatnim lub ujemnym, ale jego wahania będą znacznie mniejsze niż w przypadku rezygnacji z zabezpieczenia.

W odniesieniu opcji (zarówno w przypadku kontraktów z dostawą, jak i rozliczanych pieniężnie) zabezpieczający nie może uzyskać gorszego wyniku niż oczekiwany, ponieważ ma prawo odmówić wykonania kontraktu, jeśli jest on nierentowny. Maksymalne negatywne skutki są równe wielkości zapłaconej za opcję premii i są uwzględniane zarówno na początku, jak i przy podejmowaniu decyzji o odmowie wykonania opcji, dlatego prawdopodobieństwo uzyskania negatywnego wyniku w transakcjach z opcją jest znikoma, a możliwości związane z wystąpieniem pozytywnych czynników mogą być dowolnie duże, w zależności od sprzyjających warunków rynkowych. Ponadto opcje pozwalają ograniczyć przepływy pieniężne, nie tylko z góry lub z dołu (przy użyciu pojedynczej opcji), ale z góry i z dołu jednocześnie (przy wykorzystaniu różnych kombinacji opcji), w rezultacie czego powstają różne „korytarze", w ramach których ograniczane są wahania zabezpieczonych przepływów pieniężnych.

Ponieważ transakcje spot i różne dodatkowe warunki wprowadzane do umów ograniczają możliwości i wielkości wahań przepływów pieniężnych w przyszłości, to „ograniczenie (wygładzanie amplitudy) wahań przyszłych przepływów pieniężnych" można uznać za wyróżniającą cechę samego zabezpieczenia, stanowi ona bowiem taką cechę dla wszystkich jego instrumentów. Jednocześnie takie ograniczenie wahań powinno spowodować, że przepływy pieniężne będą, obiektywnie rzecz biorąc, bardziej przewidywalne, czyli transakcja zabezpieczająca powinna być już zrealizowana (w przypadku transakcji spot) lub mieć niemal 100 procent szans na realizację w przyszłości w przypadku pozostałych (z wyjątkiem okoliczności związanych z działaniem siły wyższej). Z tego powodu sprzedaż opcji, kiedy podmiot gospodarczy za otrzymywaną premię bierze na siebie nieograniczone ryzyko i kiedy prawdo-

podobieństwo jej realizacji jest nieprzewidywalne, ponieważ jest całkowicie zależne od rozwoju sytuacji rynkowej, do transakcji zabezpieczających zalicza się tylko w przypadkach, gdy są one częścią kompleksowej strategii zabezpieczającej.

Jeszcze innym powodem, dla którego nie jest możliwe zdefiniowanie zabezpieczania przez dokonywanie transakcji z instrumentami pochodnymi, jest to, że nie wszystkie one zawierane są w celu zabezpieczenia. Tego typu transakcje realizowane są również w celach spekulacyjnych i arbitrażowych, dlatego konieczne jest zidentyfikowanie podstawowych różnic między samym zabezpieczaniem a spekulacją i arbitrażem.

Spekulant zajmuje się przewidywaniem przyszłych zmian cen na rynku terminowym i rynku kasowym (spot) i na tej podstawie zajmuje na giełdzie taką pozycję, która może przynieść mu zysk. Należy przy tym podkreślić, że pozycja ta jest wybrana w taki sposób, „aby nie mieć do czynienia z rzeczywistym dobrem (aktywem)" [Ковалев 2008].

Jak zauważył K.V. Krinichanski, „hedging jest szczególnym typem operacji, które są wykonywane przez agenta jako kombinacja transakcji zarówno z kontaktami typu futures, jak i z rzeczywistymi towarami" [Криничанский 2010]. Z tego powodu A.S. Shapkin pisze, że „zabezpieczający to osoba ubezpieczająca swoje aktywa finansowe na rynku terminowym, a transakcje na rynku kasowym" [Шапкин 2003]. Jeszcze dokładniej określa to pojęcie J. Houg: „zabezpieczający – to uczestnik rynku, którego pierwotne zasoby stanowią rzeczywiste dobra (lub który ma potrzebę nabycia rzeczywistych dóbr w przyszłości) oraz w znacznej mierze moce produkcyjne" [De Kovno, Tucci 1996]. Amerykańska Komisja ds. Rynku Kontraktów Terminowych (CFTC) również definiuje, że „zabezpieczenia przy pomocy wykorzystania kontraktów futures powinny zawierać takie pozycje w kontraktach futures, które są ekonomicznie związane z pozycją kasową i mają na celu zmniejszenie ryzyka pojawiającego się w toku zwykłych transakcji handlowych danej spółki" [De Kovno, Tucci 1996].

Arbitrażysta, podobnie jak i spekulant, chce osiągnąć zysk, ale przy tym nie ma skłonności do podejmowania ryzyka, dlatego zarabia na różnicach w cenach tych samych składników aktywów na różnych rynkach i przyczynia się tym samym do stabilizacji cen.

Podsumowując, można stwierdzić, że główna różnica między uczestnikami terminowego rynku instrumentów pochodnych tkwi w celach: zabezpieczający chcą zmniejszyć ryzyko związane z podstawową działalnością handlową, a dla spekulantów i arbitrażystów rynek ten stanowi główne źródło przychodu.

W konsekwencji kolejną cechą szczególną wyróżniającą zabezpieczanie jest związek zabezpieczanego ryzyka z podstawową działalnością handlową podmiotu gospodarczego dokonującego zabezpieczenia. Ponieważ działalność spekulanta nie jest związana z rzeczywistymi aktywami, może on sobie pozwolić na zbudowanie pozycji w zależności od własnego osądu na temat tego, jak zmieni się cena w przyszłości, a zabezpieczający musi budować swoją pozycję w oparciu o potrzeby zwią-

zane z podstawową działalnością handlową oraz na podstawie obiektywnej oceny ryzyka. W konsekwencji, jeśli przy podejmowaniu decyzji o zawarciu transakcji zabezpieczającej lub rezygnacji z niej brane są pod uwagę oczekiwania i założenia dotyczące przyszłych zmian cen, stóp, kursów, stawek itp., które stanowią wyłącznie subiektywne opinie, to następuje spekulacja, ponieważ ryzyko wahań przepływów finansowych w tym wypadku będzie się zwiększać, zamiast zostać ograniczone. Czyste zabezpieczenie jest realizowane niezależnie od oczekiwań zarządu i menedżerów. Próba przewidzenia przyszłych ruchów rynku oraz wykorzystanie instrumentów pochodnych rynku transakcji terminowych w celu uzyskania dodatkowego zysku tylko zwiększa ryzyko, więc zabezpieczający nie powinien sporządzać takich prognoz.

Profesjonaliści, jak zaznaczają K. Redhead i S. Hughes, „zazwyczaj stale mylą się w swoich ocenach, jednak pracownicy działów finansowych firm, którzy są „hobbystami" nadal wierzą w swój dar przewidywania" [Redhead, Hughes 1988]. Zatem kolejną cechą wyróżniającą zabezpieczanie jest podejmowanie decyzji niezależnie od subiektywnych osądów dotyczących możliwości zmian czynników ryzyka w przyszłości.

Obecność na rynku spekulantów i arbitrażystów, oprócz podmiotów dokonujących zabezpieczeń, jest koniecznym warunkiem jego płynności. Różne potrzeby związane z działalnością handlową potencjalnych zabezpieczających, różne subiektywne oceny spekulantów dotyczące przyszłych ruchów na rynku, jak również różne cele i podejścia do zbudowania swojej pozycji przez poszczególnych zabezpieczających, spekulantów i arbitrażystów pozwalają im w dowolnym momencie znaleźć na rynku kontrahenta z przeciwnymi interesami.

Wielu autorów twierdzi, że poprzez zabezpieczenie można zapobiec „negatywnym skutkom". Jednak taką właściwość posiadają tylko opcje, natomiast pozostałe instrumenty (forward, futures, transakcje spot, różne inne zastrzeżenia w kontraktach) są powołane do tego, aby w mniejszym lub większym stopniu ustalić przyszłe przepływy pieniężne, a tym samym zrekompensować zarówno niekorzystne, jak i korzystne zmiany, co powoduje, że instrumentarium zabezpieczeń jest ograniczone.

Ograniczeniem dla instrumentarium zabezpieczeń jest również konieczność zawarcia w procesie zabezpieczeń więcej niż jednej transakcji (o równoległym, przeciwstawnym czy też kompensacyjnym charakterze). Przy transakcjach rozliczanych w pieniądzach (bez dostawy) można mówić zarówno o tym, że są one równoległe, przeciwstawne, jak i że mają kompensacyjny charakter. Do transakcji terminowych rozliczanych z dostawą lub transakcjach na rynku kasowym, zawartych jednocześnie z podstawową transakcją (np. forward na zakup takiej waluty obcej, w której zawarto podstawową umowę), może być stosowane pojęcie równoległości. Ale jeśli jest mowa o transakcjach z dostawą, które są jednocześnie podstawowym kontraktem i kontraktem ustalającym („blokującym") cenę lub o różnorodnych dodatkowych zastrzeżeniach wnoszonych do podstawowej umowy, tu i teraz regulujących warunki transakcji, to nie ma do nich zastosowania żadne z wymienionych określeń.

3. Wzajemna relacja pojęć: „zabezpieczenie" i „ubezpieczenie"

Wydaje się również celowa ocena zasadności definicji „zabezpieczenia" przez pojęcie „ubezpieczenia". Rzeczywiście, jedno z możliwych tłumaczeń angielskiego czasownika *hedge* (z którego powstało słowo „hedging") to „chronić, ubezpieczać się przed ewentualnymi stratami". Zastosowanie w tym przypadku słów „chronić" i „ubezpieczać" jako synonimów wskazuje na użycie ostatniego w przenośni (biorąc pod uwagę treść zawartą w objaśniających słownikach), gdzie jest ono podawane w znaczeniu „oddzielać, chronić, chronić przed czymś nieprzyjemnym, niepożądanym" [Ожегов 1984]. Takie tłumaczenie jest absolutnie poprawne, ponieważ zarówno przy tłumaczeniu z języka angielskiego na język rosyjski, jak i tłumaczeniu odwrotnym uzyskamy ten sam rezultat. Ale jak tylko określenia „ubezpieczać" i „ubezpieczenie" pojawiają się w literaturze ekonomicznej, powstaje zamieszanie, ponieważ ekonomiczna interpretacja danego pojęcia nie dopuszcza przenośnego znaczenia i definiuje dane pojęcie jednoznacznie, jako „stosunki gospodarcze mające na celu ustanowienie specjalnych funduszy pieniężnych ze składek pobieranych od osób fizycznych i prawnych oraz późniejsze wykorzystanie tych funduszy w celu zrekompensowania tym samym, lub innym osobom, uszczerbków (szkód) w przypadku wystąpienia różnych niepożądanych zdarzeń" [*Финансово-кредитный энциклопедический*… 2002]. Takie określenie pojęć „ubezpieczać", „ubezpieczenie" na język angielski jest tłumaczone wyłącznie jako *insure*, *insurance*, dlatego w języku angielskim pojęcie *hedging* nie jest definiowane przez pojęcie *insurance*.

W rezultacie zamiany słowa użytego w przenośnym znaczeniu na termin ekonomiczny następuje nie tylko zmiana pojęć, ale pojawia się również pytanie o relacje między tymi pojęciami. Na przykład A.S. Shapkin uważa zabezpieczenia za jedną ze specyficznych form ubezpieczenia interesów majątkowych [Шапкин 2003]. Hedging w ujęciu I.T. Balabanowa jest rozpatrywany przy badaniu ubezpieczeń majątkowych i odnosi się do ubezpieczenia ryzyka walutowego [Балабанов 1996]. V.V. Kovalov przeciwnie, uważa ubezpieczenie za jedną z metod zabezpieczeń [Ковалев 2008]. A na przykład E.S. Stoyanova rozpatruje ubezpieczanie i zabezpieczanie jako zupełnie różne metody zarządzania ryzykiem [*Финансовый менеджмент*… 1999].

Zatem należy stwierdzić, że mechanizmy działania ubezpieczenia i zabezpieczenia kardynalnie się od siebie różnią. Przy ubezpieczeniu, z ustanowionych dzięki regularnym składkom funduszy ubezpieczeniowych, po wystąpieniu podlegającego ubezpieczeniu zdarzenia wypłacane jest odszkodowanie za poniesione straty. Oznacza to, że przy ubezpieczeniu tworzony jest scentralizowany fundusz środków, jest ono zawsze płatne i eliminuje tylko ryzyko poniesienia strat, przy czym praktycznie nie są ubezpieczane ryzyka występujące systematycznie (walutowe, cenowe, odsetkowe). Przy zabezpieczeniu dwóch kontrahentów obawiających się przeciwstawnego ryzyka, bezpośrednio lub na giełdzie, lub też za pośrednictwem dystrybutora zawiera umowę ustalającą cenę instrumentu bazowego w określonym momencie

przyszłości, lub w tym samym celu zawierają transakcję spot. Takie stosunki gospodarcze pozwalają na optymalizację systematycznie występującego ryzyka. Nie powstaje przy tym żaden fundusz, ponieważ wszystkie instrumenty, z wyjątkiem opcji, są bezpłatne (nie licząc kosztów administracyjnych), a premia z opcji nie ma celowego przeznaczenia. Ponadto zabezpieczenie jednocześnie ogranicza i ryzyko poniesienia strat, i możliwość uzyskania dodatkowych przychodów. Jedynym instrumentem pozwalającym wyeliminować tylko ryzyko poniesienia strat są, po raz kolejny, opcje, dlatego należy zwrócić uwagę na ich specyfikę.

Opcje (jak również zabezpieczenia w ogóle) A.S. Shapkin zalicza do ubezpieczeń, uznając, że opłata za opcję jest składką ubezpieczeniową, a kupno opcji – możliwością ubezpieczenia się [Шапкин 2003]. I jeżeli w odniesieniu do zabezpieczeń w ogóle należy to uznać za pomyłkę, to w odniesieniu do opcji takie podejście jest częściowo uzasadnione, ponieważ opcje są płatne i eliminują tylko ryzyko poniesienia strat. Ale nie można przy tym zapominać o tym, że z wniesionych premii nie tworzy się celowego funduszu, a opcja może być zrealizowana tylko w określonym momencie (lub w ciągu określonego okresu) przyszłości, niezależnie od wystąpienia jakiegokolwiek podlegającego ubezpieczeniu zdarzenia, przy czym ma charakter pochodny. W ten sposób opcje, na podstawie indywidualnych atrybutów, można odnieść zarówno do ubezpieczeń, jak i do zabezpieczeń. W związku z tym można stwierdzić, że pojęcia „ubezpieczenie" i „zabezpieczenie" zazębiają się, tworząc klasę opcji, ale przy tym każde z nich stanowi odrębny rodzaj stosunków gospodarczych i dlatego wszystkie definicje, określające zabezpieczenie przez pojęcie ubezpieczenia należy uznać za niewłaściwe.

4. Podsumowanie

Podsumowując, należy stwierdzić, że żadna z badanych definicji nie oddaje w pełni istoty zabezpieczeń. Zabezpieczenia są to stosunki gospodarcze, powstające w procesie minimalizowania przyszłego ryzyka podstawowej działalności handlowej przez ograniczenie (wygładzenie amplitudy) wahań przyszłych przepływów pieniężnych, zapewniające obiektywnie dużą przewidywalność, niezależnie od subiektywnych założeń dotyczących możliwych zmian czynników ryzyka w przyszłości.

Przeprowadzone badanie pozwoliło wyodrębnić następujące podstawowe cechy zabezpieczenia:

- zabezpieczenie to odrębny rodzaj stosunków gospodarczych,
- zabezpieczenie wygładza amplitudę wahań przyszłych przepływów pieniężnych, dzięki czemu zapewnia jego dużą przewidywalność (wyróżnia to proces zabezpieczania od innych metod zarządzania ryzykiem i charakteryzuje go niezależnie od narzędzi i mechanizmów ich stosowania),
- zabezpieczenia optymalizują ryzyko związane z podstawową działalnością handlową podmiotu gospodarczego (co odróżnia zabezpieczenia od spekulacji i arbitrażu, które również wykorzystują pochodne instrumenty finansowe),

- zabezpieczenia nie uwzględniają subiektywnych założeń dotyczących możliwych zmian w czynnikach ryzyka w przyszłości (odróżnia to zabezpieczenia od spekulacji, która wykorzystuje prognozy dotyczące przyszłych ruchów na rynku w celu osiągnięcia większego zysku, co tylko zwiększa ryzyko wahań przepływów pieniężnych).

Literatura

De Kovno S., Tucci C., 1996, *Hedging Strategy*, Ed. from English, INFRA-M, Moscow.

Hull J.C., 2007, *Options, Futures, and Other Derivatives with Derivagem CD*, 7th ed. Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ.

IFRS 9 Chapter 6 Hedge accounting [Electronic resource], Mode of access: http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Financial-Instruments-A-Replacement-of-IAS-39-Financial-Instruments-Recognitio/Phase-III-Hedge-accounting/Documents/Chapter%206%20Hedge%20Accounting%20(FINAL%20draft).pdf (12.02.2013).

Redhead K., Hughes S., 1988, *Financial Risk Management*, Gower Publishing Company, Hants, UK.

Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., 2010, *Fundamentals of Corporate Finance* (9th Ed., Standard Ed.), The McGraw-Hill/Irwin.

Абдрахманова Г.Т., 2003, *Хеджирование: концепция, стратегия и практика*, Г.Т. Абдрахманова, Алматы: Издательство LEM, 164 с.

Балабанов И.Т., 1996, *Риск-менеджмент*, И.Т. Балабанов, М.: Финансы и статистика, 192 с.

Бункина М.К., 1998, *Основы валютных отношений: учеб. Пособие*, М.К. Бункина, А.М. Семенов, М.: Юрайт, 192 с.

Де Ковни Ш., 1996, *Стратегии хеджирования*, Ш. Де Ковни, К. Таки; пер. с англ. Э. М. Гаджиева, М.: ИНФРА-М, 208 с.

Финансово-кредитный энциклопедический словарь, 2002, А.Г. Грязнова [и др.]; под общ. ред. А.Г. Грязновой, М. : Финансы и статистика, 1168 с.

Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник, 1999, Е.С. Стоянова [и др.]; под ред. Е. С. Стояновой, 4-е изд., перераб. и доп, М.: Изд-во «Перспектива», 656 с.

Галиц Л., 1998, *Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском*, Л. Галиц; пер. с англ. под ред. А.М. Зубкова, М.: ТВП, 576 с.

Халл Дж.К., 2007, *Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты*, Дж. К. Халл; пер. с англ. Д. А. Клюшина, 6-е изд., М.: ООО «И.Д. Вильямс», 1056 с.

Клименко С.М., 2013, *Системный подход в управлении рисками деятельности предприятия*, С. М. Клименко, Экономика и управление, № 3, с. 27-30.

Ковалев В.В., 2008, *Основы теории финансового менеджмента: учеб.-практ. Пособие*, В.В. Ковалев, М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 544 с.

Колтынюк Б.А., 2004, *Рынок ценных бумаг: учебник*, Б.А. Колтынюк, 3-е изд., перераб. и доп., СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 336 с.

Криничанский К.В., 2010, *Рынок ценных бумаг: учеб. пособие*, К.В. Криничанский, 2-е изд., перераб. и доп., М.: Дело и Сервис, 608 с.

Лялин В.А., 2008, *Рынок ценных бумаг: учебник*, В.А. Лялин, П.В. Воробьев, М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 384 с.

Макаревич Л.М., 2006, *Управление предпринимательскими рисками*, Л.М. Макаревич, М.: Дело и Сервис, 448 с.

Маршалл Дж.Ф., 1998, *Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям*, Дж.Ф. Маршалл, В.К. Бансал; пер. с англ., М.: ИНФРА-М, 784 с.

Об утверждении Национального стандарта финансовой отчетности 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка» (НСФО 39) для банков [Электронный ресурс]: постановление Совета директоров Национального банка Республики Беларусь от 29.12.2005 № 422, в ред. от 22.12.2009 № 451, КонсультантПлюс. Респ. Беларусь, ЗАО «КонсультантПлюс», Минск 2014.

Ожегов С.И., 1984, *Словарь русского языка: ок. 57 000 слов*, С.И. Ожегов; под ред. Н.Ю. Шведовой, 15-е изд., М.: Рус. яз., 816 с.

Резниченко В.Ю., 2004, *Риск-менеджмент: учеб. пособие*, В.Ю. Резниченко, М.: Московский гос. университет экономики, статистики и информатики, 100 с.

Росс С., 2001, *Основы корпоративных финансов*, С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан; пер. с англ. под общей ред. Ю.В. Шленова, М.: Лаборатория Базовых Знаний, 712 с.

Румянцева Е.Е., 2010, *Новая экономическая энциклопедия*, Е Е. Румянцева, 3-е изд., М.: ИНФРА-М, 826 с.

Рэдхэд К., 1996, *Управление финансовыми рисками*, К. Рэдхэд, С. Хьюс; пер. с англ. А.В. Дорошенко; науч. ред. А.В. Ветров, В.К. Кузнецов, М.: ИНФРА-М, 288 с.

Шапкин А.С., 2003, *Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций : монография*, А.С. Шапкин, М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 544 с.