

Щербина Т. А.,

к. э. н., доцент

департамент корпоративных финансов и корпоративного управления
ФГБОУ ВПО Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
г. Москва, Российская Федерация

АНАЛИЗ РОССИЙСКОЙ И МИРОВОЙ ПРАКТИКИ ХЕДЖИРОВАНИЯ

Наиболее распространенным видом хеджирования является хеджирования валютных рисков с помощью производных финансовых инструментов. Согласно международным и российским исследованиям, хеджирование рисков используется недостаточно широко. Так, согласно экспертным оценкам, лишь 5 % российских компаний используют хеджирование биржевыми и внебиржевыми финансовыми инструментами, порядка 48 % компаний полагают, что хеджирование в рамках их сферы деятельности неприменимо. Основная проблема состоит в непонимании процессов функционирования срочного рынка и заключения срочных контрактов с целью страхования, а также в недостаточной интеграции процессов по управлению рисками инвестирования на фондовом рынке в корпоративную стратегию, если речь идет об организациях. Тем не менее, существуют предпосылки к изменению ситуации: так, многие инвесторы и компании отмечают хеджирование как одно из приоритетных направлений для изучения и использования в стратегии по управлению и минимизации рисков.

Использование производных финансовых инструментов в качестве инструментов хеджирования широко применяется на многих мировых биржевых площадках. Мировой опыт хеджирования рисков показывает, что около 94 % из 500 крупнейших компаний мира используют в своей деятельности механизмы хеджирования. При этом наибольшее число компаний, склонных к хеджированию, зафиксировано в финансовом секторе (123 компании), из них 96 % используют хеджирование валютных рисков (см. Таблицу 1).

Таблица 1 - Мировой опыт хеджирования 500 крупнейших компаний мира [4]

Сектор экономики	Используют хеджирование	Используют хеджирование процентных рисков	Используют хеджирование валютных рисков	Итого компаний, вошедших в обзор
Сырье	97 %	70 %	85 %	86
Потребительские товары	91 %	81 %	84 %	88
Финансовый сектор	98 %	94 %	96 %	123

Здравоохранение	92 %	80 %	72 %	25
Производственные товары	92 %	86 %	86 %	49
Услуги	88 %	75 %	85 %	40
Высокие технологии	95 %	86 %	92 %	65
Энергетика	92 %	92 %	88 %	24
Итого	94 %	83 %	88 %	500

Согласно вышеприведенным данным, 88 % крупнейших мировых компаний используют хеджирование валютных рисков, 83 % - хеджирование процентных рисков. Международной ассоциацией свопов и деривативов ISDA (International Swaps and Derivatives Association) в 2015 году был проведен опрос среди 367 международных компаний по вопросу наличия операций на срочном рынке и страхования рисков с помощью хеджирования. Согласно результатам опроса 36,24 % респондентов ежегодно осуществляют более 500 операций с деривативами, 22,62 % - от 101 до 500 операций. Около 40,5 % опрошенных компаний утверждают, что за последние годы стоимость хеджирования немного увеличилась, 15,25 % считают, что никаких изменений, с точки зрения издержек данного вида страхования рисков, не произошло. Для 53,89 % компаний, участвующих в опросе, операции с производными финансовыми инструментами являются приоритетной составляющей в стратегии риск - менеджмента, для 35,93 % - одним из важных элементов управления рисками. На Рисунке 1 представлены основные мотивы использования деривативов опрошенных компаний.

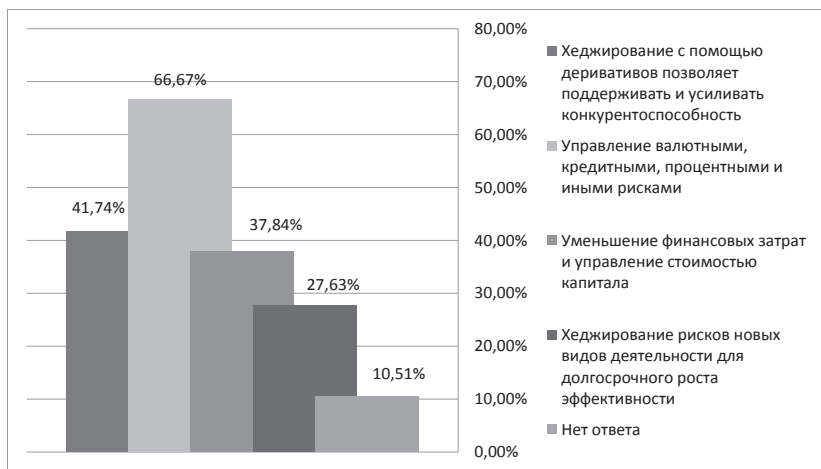


Рисунок 1. Мотивы использования операций с деривативами [2]

Масштаб использования деривативов существенно различается как между отраслями, так и между странами. В странах Организации экономического сотрудничества и развития

(ОЭСР) деривативы используются значительно шире, нежели в странах - не членах ОЭСР: 64,3 % и 39,6 % соответственно. Страны - экспортеры готовой продукции (например, Германия, Япония) более склонны к использованию валютных и процентных производных финансовых инструментов, в то время как страны - экспортеры сырья (например, Австралия, Канада) осуществляют операции на срочном рынке используя товарные деривативы.

Использование деривативов осуществляется в комплексе с другими стратегическими решениями. Финансовые характеристики фирм: закредитованность, дюрация долговых обязательств, размер ликвидных активов, дивидендная политика - оказывают значительное влияние на использование деривативов. На уровне стран с различным уровнем инвестиционных рисков и экономического развития результаты оказались предсказуемыми: в странах со средним уровнем доходов рынок деривативов менее ликвиден, поэтому фирмы менее склонны осуществлять сделки с производными финансовыми инструментами. Однако, при прочих равных условиях, в странах, где экономические и политические риски высоки, фирмы предпочитают хеджироваться чаще.

Для того чтобы выявить, насколько эффективно развито хеджирование в российской практике, а также для подтверждения предположения о динамичном развитии срочного рынка Московской Биржи следует рассмотреть динамику объема торгов деривативами и количество заключенных контрактов за период с 2010 года по 2015 год (см. Таблицу 3 и Таблицу 2).

Таблица 2 - Объем торгов производными финансовыми инструментами на срочном рынке Московской Биржи с 2010 года по 2015 год [5]

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Объем торгов, млрд. руб.						
Срочный рынок	30 909	56 791	49 969	48 605	61 316	93 713
Фьючерсы	29 545	53 020	46 760	44 588	55 566	90 231
валютные инструменты	4 589	8 415	13 299	15 473	29 404	62 478
процентные инструменты	12	127	220	184	92	25
фондовые инструменты	2 764	4 656	2 818	3 403	3 338	3 054
индексные инструменты	21 578	38 125	29 432	24 045	21 804	20 291
товарные инструменты	602	1 698	991	1 482	928	4 383
Опционы	1 364	3 770	3 209	4 017	5 749	3 482
валютные инструменты	42	27	64	129	2 043	1 412
процентные инструменты	0	0	0	0	0	0
фондовые инструменты	119	133	78	90	50	60
индексные инструменты	1 197	3 597	3 051	3 788	3 645	2 002
товарные инструменты	6	13	16	10	11	7

Анализируя вышеприведенные статистические данные, необходимо отметить, что объем торгов деривативами на срочном рынке в 2015 году вырос на 203,2 % по сравнению с аналогичным показателем 2010 года, составив при этом 93 713 млрд. руб. Примечательно, что 96,3 % от общего объема торгов на срочном рынке занимают объемы торгов

фьючерсами. Так, в 2015 году показатель составил 90 231 млрд. руб., что в 3 раза выше аналогичного показателя 2010 года (29 545 млрд. руб.). Наибольшим темпом роста обладают валютные инструменты (изменение на 112,5 % в 2015 году по сравнению с 2014 годом) и товарные инструменты, темп роста которых в 2015 году составил 372,1 % по сравнению с 2014 годом. Что касается анализа статистических данных по опционам, то в 2015 году была заметна отрицательная динамика: так, объем торгов уменьшился на 39,4 % до 3 482 млрд руб. по сравнению с 2014 годом (5 749 млрд руб.). При этом, понижающей тенденции придерживались валютные инструменты, индексные инструменты и товарные инструменты.

Таблица 3 - Количество заключенных контрактов производных финансовых инструментов на срочном рынке Московской биржи [5]

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Срочный рынок (тыс. контрактов)	649 434	1 097 649	1 061 187	1 134 477	1 413 250	1 658 730
Фьючерсы	625 658	1 052 717	1 019 093	1 080 610	1 324 579	1 610 525
валютные инструменты	135 034	263 680	411 079	456 432	707 192	982 932
процентные инструменты	133	7 606	21 262	17 414	9 186	2 621
фондовые инструменты	239 140	362 770	241 623	302 636	343 151	306 783
индексные инструменты	233 399	381 827	323 038	267 792	245 052	195 078
товарные инструменты	17 952	36 834	22 089	36 336	19 997	123 111
Опционы	23 776	44 932	42 095	53 867	88 671	48 205
валютные инструменты	1 298	878	2 000	3 932	43 444	22 429
фондовые инструменты	9 153	8 412	5 865	7 414	4 060	5 783
индексные инструменты	13 180	35 396	33 957	42 312	40 949	19 822
товарные инструменты	145	246	272	209	218	171

Если рассматривать статистические данные по количеству заключенных контрактов на срочном рынке Московской Биржи, то прослеживается динамика, аналогичная динамике по объему контрактов: так, количество контрактов в целом на срочном рынке увеличилось на 155,4 % в 2015 году по сравнению с 2010 годом; большую долю в количестве контрактов занимают фьючерсные контракты, составляя 97,1 % . В торгах опционами также

прослеживается отрицательная динамика в 2015 году по сравнению с 2014 годом: так, количество контрактов уменьшилось на 45,6 % , составив при этом 48 205 тыс. контрактов по сравнению с 88 671 тыс. контрактов в 2014 году.

Повышенный интерес участников срочного рынка к валютным инструментам объясняется сложившейся в стране общеэкономической ситуацией. Высокая волатильность валютных курсов привлекла большое количество спекулятивных денежных средств на срочный рынок. В связи с резким ослаблением курса национальной валюты компании реального сектора экономики, особенно зависимые от импорта, стали массово хеджироваться на срочном рынке от валютных колебаний. Сильное укрепление доллара породило среди населения настоящую панику, в связи с чем многие физические лица решили перевести свои накопления и сбережения в валютные активы с целью избежать дальнейшего обесценивания. Так или иначе, в России растет финансовая грамотность населения, поэтому многие инвесторы начинают осознавать возможности финансового инвестирования на фондовом рынке, в частности, на срочном рынке. Высокий интерес к валютным инструментам будет наблюдаться до тех пор, пока будет сильная волатильность национального курса валют.

Высокие показатели объемов торгов на срочном рынке, рассмотренные выше, обусловлены, помимо всего прочего, эффективной работой по привлечению клиентов, которая привела как к значительному росту числа новых клиентов, так и к повышению общей активности на срочном рынке. Среднемесячный показатель числа активных клиентов в 2015 году вырос на 24,8 % - с 31 800 до 39 700 активных клиентских счетов. В декабре 2015 года число активных клиентов достигло максимума и составило 47 503.

Обратимся к исследованию KPMG по вопросам практики и управления финансами и казначейством в России и СНГ 2014 – 2015 гг. Так, на Рисунке 2 представлено отношение опрошенных компаний к влиянию валютного, процентного, ценового рисков и риска ликвидности на деятельность организации.



Рисунок 2. Отношение компаний к влиянию валютного, процентного, ценового рисков и риска ликвидности на их деятельность [3]

Большинство компаний, принявших участие в исследовании, осуществляет валютные платежи, и, следовательно, подвергается воздействию валютного риска в связи с возможным неблагоприятным изменением курсов валют. При этом основные методы, используемые для управления данным риском, сводятся к естественному хеджу (балансирующие валютной структуры входящих и исходящих денежных потоков), формированию резервов и установлению лимитов открытых валютных позиций. Лишь 14 % опрошенных компаний используют хеджирование внебиржевыми производными финансовыми инструментами и 6 % - биржевыми.

Что касается управления процентным риском, возникающим вследствие неблагоприятного изменения процентных ставок, то данный аспект является весьма актуальным для компаний, имеющих значительные объемы заимствований. Тем не менее, используемые инструменты по управлению этим видом риска ограничиваются поиском более дешевых кредитов и займов, анализом, лимитированием и отслеживанием величины процентной маржи и формированием резервов. Внебиржевые деривативы используют 5 % опрошенных предприятий, а биржевые – лишь 2 %. Это свидетельствует о том, что общая система управления рисками во многих российских компаниях по - прежнему остается недостаточно зрелой.

В настоящее время большинство российских компаний подвержены ценовым рискам: так, цены на сырье обладают значительной волатильностью, что влечет за собой высокую степень финансовой неопределенности. Более половины компаний - респондентов отмечают зависимость финансового результата организации от цен на электроэнергию, более трети – от цен на нефть и природный газ. Несмотря на это, активные методы управления подобными рисками не применяются. Порядка 60 % компаний либо не используют инструменты хеджирования вовсе, либо считают их неприменимыми.

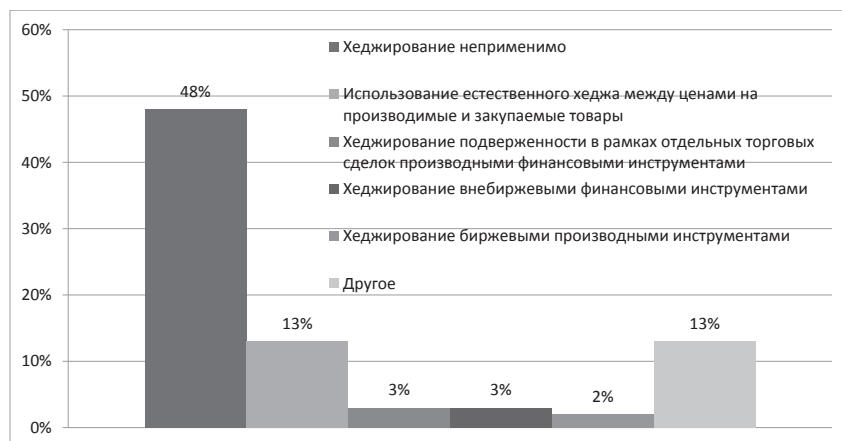


Рисунок 3. Распространенность применения методов управления ценовыми рисками [3]

Для тех компаний, где применяется хеджирование, большинство опрошенных отмечают использование естественного хеджа, а сделки с производными финансовыми инструментами в целях страхования характерно лишь для каждой седьмой компании.

Основной причиной такой ситуации может служить недостаточная зрелость общей структуры управления рисками в российских компаниях, а также недостаточный опыт в части осуществления операций хеджирования.

В России спрос на хеджирование валютного риска существенно вырос после обвала курса рубля в конце 2014 года. В сложившихся условиях российской экономики и высокой волатильности курсов валют становится все сложнее прогнозировать финансовые потоки, а механизм хеджирования позволяет «зафиксировать» курс валюты на действующем уровне в момент страхования.

Таким образом, анализируя вышеприведенный материал, можно сделать вывод, что, несмотря на понимания влияния рисков на финансовые результаты компаний, зрелость системы управления финансовыми рисками в организациях все еще остается недостаточно высокой. Тем не менее, существенная доля опрошенных компаний отмечают эту сферу в числе ключевых для дальнейшего развития.

Кроме того, необходимым представляется проанализировать российскую практику использования хеджирования в деятельности крупнейших компаний (см. Таблица 4).

Таблица 4 - Убытки крупнейших российских компаний от инструментов хеджирования в 2014 году [6]

Название компании	Сумма, млрд руб.	Тип инструмента
Роснефть	122	Процентный своп и форвард
Транснефть	76,4	Барьерный опцион и процентный своп
Полус Золото	0,934	Опционы пут и колл
Уралкалий	35,9	Валютно - процентный своп
Русал	0,487	Валютные свопы
Аэрофлот	27,4	Валютно - процентный своп, топливный опцион, опционные договоры
Новатэк	20,2	Нетоварный финансовые инструменты
Северсталь	10,6	Производные инструменты
НМТП	\$82,9 млн	Валютно - процентный своп
Интер РАО	2,6	Опционы пут и колл
Лента	19,5	Инструменты хеджирования

Согласно приведенным данным, суммарные потери от хеджирования производными финансовыми инструментами по крупнейшим компаниям составили более 317 млрд. руб. [6]. Например, ведущий авиаперевозчик «Аэрофлот» использовал хеджирование от таких видов риска, как:

- процентный риск, возникающий при плавающих процентных ставках по лизингу воздушных судов;
- валютный риск, возникающий при расчете за поставленные воздушные суда и уплате лизинговых платежей;
- топливный риск, возникающий при увеличении стоимости топлива.

При этом, ряд аналитиков указывает на то, что были допущены ошибки в топливном и валютном хеджировании, которые привели к убыткам по операциям хеджирования в размере 27,4 млрд. руб. Так, авиакомпания использовала опционы на выход из интервала цены на нефть, т.е. проводила хеджирование от роста цены на нефть в долларах, но в случае падения цены компания сама должна была компенсировать разницу между ценой - страйк и фактической ценой. Убытки «Аэрофлота» от хеджирования в 2015 году оцениваются в 300 млн. долл. [1].

Анализ подобной практики позволяет сделать следующие выводы:

- во - первых, российский финансовый рынок обладает высокой волатильностью, турбулентностью и неопределенностью, а значит, любое изменение во внешней среде может оказать существенное влияние на финансовый результат участников рынка;

- во - вторых, во многих российских организациях нет четкого и полного понимания процессов и механизмов хеджирования, в результате чего хеджирование становится невыгодным инструментом по нивелированию рисков финансового инвестирования.

Перспективы развития срочного рынка в России в 2016 – 2020 годах будут определяться экономической конъюнктурой и развитием спотового рынка. Это объясняется тем, что инструменты рынка деривативов предоставляют инвесторам широкий спектр возможностей по управлению инвестиционными портфелями. Неопределенность на спотовом рынке придает больший вес операциям хеджирования на срочном рынке: чем большей волатильностью обладает спотовый рынок, тем более популярен срочный рынок. В ближайшее время, а именно в 2017 – 2020 гг., наиболее вероятным сценарием будет являться перераспределение денежных средств от спотового рынка на срочный рынок. Повышению интереса к срочному рынку в условиях спада доходов частных и институциональных инвесторов будут также способствовать меньшие транзакционных издержки совершения операций хеджирования и спекуляции на срочном рынке. Структура российского срочного рынка по типу контракта останется неизменной, резкое преобладание валютных деривативов продолжится.

Список использованной литературы

1. «Аэрофлот» получит убыток по итогам прошлого года. [Электронный ресурс]. Режим доступа - URL: <http://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/01/15/624105-aeroflot-poluchit-ubitok-po-itogam-proshlogo-goda>
2. A survey of issuers and trends for the derivatives end - users community. ISDA Insight. 2015. // ISDA [Официальный сайт]. [Электронный ресурс]. Режим доступа - URL: <https://www2.isda.org/functional-areas/research/surveys/end-user-surveys/> (дата обращения 02.04.2017).
3. Исследование практики управления финансами и казначейством в России и СНГ 2014 – 2015 гг. [Электронный ресурс] // KPMG [Официальный сайт]. [Электронный ресурс]. Режим доступа - URL: <https://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/ru-ru-finance-and-treasury-survey-2014-2015-april-2016.pdf> (дата обращения 02.04.2017).
4. Международная ассоциация свопов и деривативов ISDA [Официальный сайт]. [Электронный ресурс]. Режим доступа - URL: <http://www2.isda.org/> (дата обращения: 02.04.2017).