ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

© Ю.В. БОРОДАЧ

jvborodach@rambler.ru

УДК 336.763.1

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ДИНАМИЧНОГО ХЕДЖИРОВАНИЯ НА РОССИЙСКОМ СРОЧНОМ РЫНКЕ

АННОТАЦИЯ. В статье рассматриваются современные тенденции развития отечественного рынка биржевых срочных контрактов, а также возможности и проблемы развития хеджирования в реальном секторе российской экономики. Возникновение и масштабное развитие срочного рынка диктуется необходимостью защитить предпринимателей от финансовых рисков, вызываемых различными внутренними и внешними факторами. Российский рынок биржевых деривативов по уровню своего развития не уступает, а по ряду параметров опережает рынки срочных контрактов развитых и лидирующих по уровню интенсивности роста развивающихся стран Азиатско-Тихоокеанского региона. Несмотря на это, на отечественном срочном рынке основными участниками на протяжении двух десятилетий остаются спекулянты, а массовый запрос на хеджирование так и не сформировался. В статье обсуждаются основные проблемы, сдерживающие развитие динамического хеджирования в нашей стране. Во-первых, влияние состава участников, в т.ч. организаторов торгов, на интенсивность торговли срочными контрактами и на мотивацию риск-менеджеров. В частности, около 98% оборотов российского срочного рынка приходится на сегмент финансовых деривативов, в то время как основной спрос со стороны хеджеров концентрируется на рынке производных на биржевые товары. Во-вторых, механизм функционирования фьючерсного рынка и влияние базисного риска на эффективность операций хеджирования рисков инвестиционного портфеля. Кроме того, поднимаются вопросы влияния структуры собственности на капитал компании при выборе методов управления рисками, а также инструментов структурирования денежных потоков.

SUMMARY. The article discusses the current trends in the development of the domestic market of exchange-traded derivatives, as well as the possibilities and problems of development of hedging in the real sector of the Russian economy. Occurrence and large-scale development of the derivatives market is dictated by the need to protect businesses from financial risks posed by various internal and external factors. The Russian market for Exchange-traded derivatives in terms of its development is inferior, and on a number of options ahead of the futures markets of developed and leading in terms of growth rate of developing countries in the Asia-Pacific region. Despite this in the domestic futures market key players for two decades remain speculators and massive hedging request never was formed. The article discusses the major challenges to the development

of dynamic hedging in our country. Firstly, the influence of participants, including the organizers of trades, on the intensity of trade in futures contracts and to motivate risk managers. In particular, approximately 98% of the speed of the Russian derivatives market segment accounts for financial derivatives, while the main demand of hedgers focuses on commodity derivatives market. Secondly, the mechanism for the operation of the futures market and the impact of risk on the effectiveness of the operations base for risk hedging of an investment portfolio. In addition, issues of ownership of the company's capital structure in selecting risk management techniques and tools for structuring cash flows.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА. Хеджирование, производные финансовые инструменты, контанго, бэквордейшн, базис
KEY WORDS. Hedge, financial derivatives, contango, backwardation, basis.

Оборот мирового рынка биржевых деривативов увеличился в 2011 г. на 11,4%, что ниже среднего показателя темпов прироста данного сегмента финансового рынка за последнее десятилетие. При этом российский срочный рынок Московской биржи (FORTS), по данным Ассоциации индустрии фьючерсов (FIA), стал одним из самых динамично развивающихся в мире. Объем торгов фьючерсами и опционами на рынке FORTS в 2011 г. вырос на 73,5% по сравнению с предыдущим годом и составил 1,098 млрд контрактов, заняв по данному показателю третье место среди 81 торговой площадки. По совокупности торговых показателей срочного рынка Московская биржа занимает 6 место в мире [1]. Доля России в общемировом объеме торговли биржевыми деривативами составила 4,3% по сравнению с 2,6% в 2010 году. Основные тенденции развития мирового срочного рынка сохраняются: по-прежнему основная доля оборотов приходится на торги индексными контрактами и контрактами на индивидуальные акции. Лидирующие позиции по ликвидности и объемам торгов на FORTS занимает, так же, как и в прошлом году, фьючерс на индекс РТС, оборот по которому увеличился на 68,2% и достиг 377,8 млн контрактов [2]. Вторыми по активности торгов на FORTS стали фьючерсы на индивидуальные акции (355,3 млн контрактов), которые с большим отрывом заняли первое место в ТОП-20 среди деривативов своего сегмента (на втором месте EUREX с показателем 174,3 млн контрактов) [1]. В группу лидеров мирового срочного рынка также вошли фьючерсы на золото, на нефть сорта Brent, на доллар США и евро, торгуемые на FORTS.

Анализ статистики развития мирового рынка биржевых деривативов показал, что лидирующие позиции по обороту занимают контракты с небольшими объемами базисного актива, поскольку доступны мелким игрокам с небольшим объемом капитала. Следует также отметить, что практика измерения оборота срочных рынков в контрактах с одной стороны, является удобным учетным инструментом, а с другой — может искажать реальное представление об объемах торговли. Срочные контракты российского рынка отличаются небольшими объемами базисных активов (тенденция, характерная для развивающихся рынков) и поэтому формирование оборотов по контрактам идет более быстрыми темпами по сравнению с американскими и западноевропейскими площадками, использующими крупные партии базисного актива при формировании контрактов, в том числе с целью предотвращения розничной спекуляции. Кроме того, структура рынка индексных деривативов постепенно меняется. Наиболее высо-

кие темпы прироста оборотов демонстрируют инструменты с высокими спекулятивными возможностями — структурные опционы (ETF) и производные на индекс волатильности [3]. Таким образом, можно предположить, что основными участниками срочного рынка являются спекулянты.

Вместе с тем в последние 2-3 года в различных источниках все чаще появляются публикации о необходимости хеджирования операций в реальном секторе российской экономики, авторы которых сходятся во мнении, что массовый запрос на хеджирование так и не сформировался [4], [5], [6]. Далее рассмотрим возможные причины такого положения.

История не оставляет сомнения в том, что возникновение срочного рынка было продиктовано необходимостью защитить торговцев и сельскохозяйственных производителей от финансовых рисков, вызываемых различными внутренними и внешними факторами, присущими основной деятельности средневекового предпринимателя. В начале XX в. Дж. М. Кейнс, а позднее Дж. Хикс выдвинули и доказали положение о том, что срочный рынок вносит элемент стабильности в развитие экономики и существует по той причине, что участники экономических отношений стремятся избежать неопределенности своего финансового положения в будущем.

Вместе с тем Дж. Хикс указывал, что «для всякого рынка, где заключаются сделки на срок, обязательно характерен спекулятивный элемент» [7] и торговля крайне редко ведется исключительно хеджерами. В дополнение к этому Х. Вокинг и последователи портфельной теории хеджирования показывают, что хеджеры могут стремиться не только снизить риск, но и увеличить свои доходы в случае благоприятной рыночной ситуации. Современный хеджер уже не представляется пассивным и нединамичным, он готов выступить в роли спекулянта или арбитражера.

Развитие срочного рынка началось с использования в операциях товарных деривативов, однако сегодня почти 90% мирового оборота на этом рынке занимают финансовые производные (в нашей стране этот показатель близок к 98%) [1]. События 2008-2009 гг. четко продемонстрировали несколько важных экономических тенденций, которые в последние годы мало учитывались спекулянтами, строившими стратегии на волатильности конъюнктуры финансовых рынков. Спрос на товарные активы, являющиеся базой развития любой нормально функционирующей экономики, во время кризиса относительно немного снижается или остается на прежнем уровне, в то время как интерес к финансовым активам существенно падает. Срочный рынок товарных деривативов начинает наполняться дополнительным спекулятивным спросом, мигрирующим с сегмента финансовых производных контрактов, поскольку «равновесие» спекулятивного спроса в периоды кризиса на финансовых рынках легко нарушается, наблюдается «медвежий» тренд. Как следствие, в период кризиса ликвидность финансовых деривативов сокращается, падают их биржевые котировки. Производные инструменты на товары практически не испытывают такого влияния, поскольку спрос на данном сегменте срочного рынка формируется значительным числом хеджеров, ведущих свой бизнес в соответствующих базовому активу секторах экономики.

Наиболее наглядно подобную динамику на торгах демонстрировали рынки Китая, Индии и Бразилии, в которых традиционно высок спрос на сырьевые

деривативы и производные на продукцию сельского хозяйства [1]. В России объемы торгов фьючерсами и опционами за период 2008-2011 гг. выросли более чем в 4,5 раза. Однако доля рынка товарных деривативов составила чуть более 2% от общего объема торгов на срочном рынке, против почти 12% в среднем на мировом рынке производных инструментов [1]. Такая ситуация на российском срочном рынке обусловлена рядом объективных обстоятельств, связанных с формированием рыночной экономики и основных финансовых институтов, начиная с 1989 года.

Российский организованный рынок сформировался только в сегменте финансовых активов, при этом на протяжении всего срока происходило постоянное взаимодействие и обоюдно положительное влияние рынка базового актива и рынка деривативов на финансовые инструменты. В итоге по многим критериям российский срочный рынок занимает место в десятке лидеров среди крупнейших торговых площадок мирового срочного рынка. Однако в развитых странах первоначально был сформирован рынок товарных деривативов, который в немалой степени способствовал стабильному развитию реального сектора экономики этих государств.

Как известно, необходимым условием формирования развитого срочного рынка является наличие динамичных товарных и фондовых рынков. Что касается биржевой торговли товарами, то в нашей стране она фактически отсутствует. Несмотря на то, что сегодня в России официально зарегистрировано чуть менее 50 спотовых торговых площадок для работы с различными сельскохозяйственными и промышленными товарами, их доля в общем объеме оптовой торговли составляет около 2% [4]. Неоднократные попытки организовать срочную биржу товарных контрактов с достаточным уровнем ликвидности оказались неудачными. Отсутствие рынка базисного актива накладывает отпечаток на существенные условия биржевых срочных контрактов на товары, фиксируемые в спецификациях крупнейшей торговой площадки на рынке фьючерсов и опционов в нашей стране.

Основными участниками российского срочного рынка с момента его возникновения и до настоящего времени являются отечественные некрупные трейдеры и финансовые инвесторы, которые способны максимально гибко подходить к формированию своих инвестиционных стратегий и проявляют интерес к появлению новых инструментов. Предприятия реального сектора отечественной экономики практически не присутствуют на российском биржевом рынке производных инструментов, предпочитая обходиться в управлении рисками защитными оговорками и принятием рисков на себя. Массовая потребность в хеджировании за последние 15 лет активного продвижения срочных контрактов на российский финансовый рынок так и не возникла. Одной из причин такого положения представляется непонимание механизмов управления рисками посредством хеджирования и недоверие к незнакомым инструментам. По всей видимости, организаторам торговли и финансовым регуляторам придется вложить немалые средства и потратить много усилий для продвижения срочных контрактов на товары в реальный сектор экономики.

В настоящее время Московская биржа реализует региональный проект по активизации операций хеджирования. С учетом предыдущего опыта прежних мероприятий подобного рода и интересов представителей реального сектора

отечественной экономики, специалисты Московской биржи и ряда финансово-брокерских компаний проводят в различных российских городах семинары на тему: «Современные методы хеджирования валютных рисков». Выбор данной целевой направленности мероприятий организатора торгов обусловлен тем, что российские компании проводят ежегодно значительный объем внешнеторговых операций и, сталкиваясь с валютными рисками, несут ощутимые потери. Многие корпорации готовы преодолеть консерватизм и начать совершать не профильные для их бизнеса операции со срочными контрактами, но нуждаются в консультациях по многим специфическим аспектам работы рынка, начиная от терминологии и заканчивая бухгалтерским и налоговым учетом операций. В целом профессиональные участники финансового рынка дают оптимистичные прогнозы развития операций хеджирования валютными инструментами.

Если говорить о хеджировании рисков портфельных инвесторов, которые генерируются колебаниями основных финансовых показателей макроэкономического и корпоративного уровней, то подобные прогнозы вряд ли можно считать убедительными. Типичная операция хеджирования, которая предполагает покупку (продажу) базисного актива с одновременной продажей (покупкой) фьючерсных контрактов на предпочтительно этот же актив в необходимом для покрытия основной позиции количестве и одновременное закрытие позиций на спотовом и срочном рынках в конкретно установленную инвестором дату, сама по себе несет риски для хеджера.

Для примера проследим динамику спотовой и фьючерсной цен акций ОАО «Газпром» в период с 14 июля 2011 г. по 14 марта 2012 г. (рис. 1). Это период срока жизни фьючерсного контракта на акции ОАО «Газпром» (код GAZR-3.12) объемом 100 обыкновенных акций и исполнением в последний день обращения контракта (14 марта 2012 г.). Помимо того, что волатильность спотовой и фьючерсной цен акций (аналогичная ситуация и по другим активам) очень высока, на рис. 1 и 2 видно, что базисный риск данного инструмента также очень высок (80,14%). Корреляция фьючерсной и спотовой цен одного и того же базисного актива составляет только 0,7. Базис (разница между фьючерсной и спотовой ценами) преимущественно положителен, т.е. на рынке акций наблюдается ситуация контанго. Однако 16 раз за период обращения контракта рынок переходит из положения контанго в бэквордейшн и обратно. Бэквордейшн наблюдается только в течение одного торгового дня, а затем рынок возвращается к прежнему состоянию. Наиболее значительные отклонения базиса в отрицательную сторону наблюдались 10 августа и 12 декабря 2011 г. (рис. 2).

Следует также отметить, что в дату экспирации (14 марта 2012 г.) при закрытии торгов явление конвергенции не наблюдается, т.к. базис не является нулевым, а составляет 0,07 рублей. Теоретически возникает возможность совершения арбитражной операции. Однако транзакционные издержки и налоги сужают границы арбитражирования, и на практике совершить подобную операцию по расчетной цене даты исполнения не удастся. Вместе с тем данное обстоятельство и наблюдаемое 13 и 14 марта 2012 г. бэквордейшн демонстрируют высокую активность спекулянтов-скальперов. Кроме того, торги фьючерсом отличаются слабой активностью в первые месяцы обращения контракта (в первые две недели не заключается ни одной сделки), ликвидность становится приемлемой только в начале декабря 2011 г., т.е. примерно за три месяца до даты экспирации.

Рис. 1. Динамика спотовой и фьючерсной цен акций ОАО «Газпром» в течение обращения фьючерсного контракта GAZR-3.12

Источник: составлено по данным [2].

Данное обстоятельство является типичным для рынка, основными участниками которого являются спекулянты.

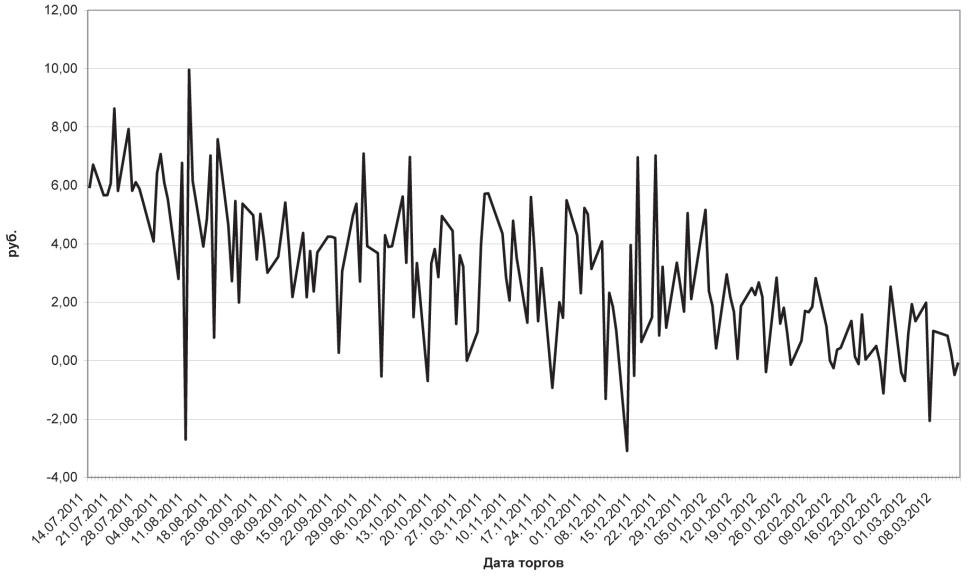

Рис. 2. Динамика базиса по акциям ОАО «Газпром» в течение обращения фьючерсного контракта GAZR-3.12

Источник: составлено по данным [2].

Риск-менеджеры сегодня стремятся так структурировать денежные потоки, чтобы в случае негативной конъюнктуры получить компенсацию потерь по профильным операциям, а в случае благоприятной рыночной ситуации — максимизировать операционную прибыль и в дополнение зафиксировать спекулятивную прибыль на финансовом рынке. На заре становления хеджирования такую возможность предоставляли только опционы, которые в противовес фьючерсам не полностью лишали хеджера дополнительной прибыли при выгодной обстановке на рынке. Однако простые опционы во многих случаях стоят очень дорого, поэтому получили развитие различные стратегии, позволявшие достичь желаемого результата и одновременного снижения затрат на владение опционом. Устоявшиеся стандартные стратегии фиксируются путем выпуска новых финансовых инструментов, т.н. гибридных финансовых инструментов. Несколько позднее на внебиржевом рынке появляются структурные финансовые продукты.

Потребности участников рынка в формировании определенного денежного потока и наличие соответствующего предложения на ОТС рынке стимулирует биржевых организаторов торговли к введению в обращение стандартных структурных продуктов (например, популярные во всем мире Exchange Traded Funds — ETF), которые предоставляют бóльшие возможности по извлечению прибыли, пока в первую очередь — спекулянтам.

Значимую роль в развитии операций хеджирования играет и структура собственности на капитал компании, взаимосвязи материнской и дочерней компаний. В большинстве случаев выбор основного направления операций, в т.ч. и методов управления рисками – компетенция материнской компании. Периоды, когда государство получает существенный контроль над деятельностью компаний, в т.ч. посредством владения крупными пакетами акций, характеризуются сокращением оборотов и стагнацией мирового срочного рынка, т.к. методы риск-менеджмента утрачивают рыночный характер. В период кризиса 2008 г. многие страны начали особенно интенсивно импортировать из Азии модель госкапитализма. Сегодня бизнес госкорпораций во всем мире рентабельнее бизнеса частных фирм на 12% [8].

Постепенная экспансия государства через приобретения, через расширение активов госкомпаний безусловно отражается на фондовом рынке, и не только через прямое формирование вторичного рынка корпоративных ценных бумаг, но и опосредованное воздействие на срочный рынок посредством выбора методов риск-менеджмента. Несмотря на официальную установку присутствия государства только в стратегических отраслях российской экономики, контроль устанавливается над многими предприятиями, к подобным отраслям не относящимся. Например, владение контрольным пакетом акций ОАО «Газпром» автоматически предоставляет государству контроль за рядом крупнейших энергетических компаний (в т.ч. ОАО «Мосэнерго»), объединенными машиностроительными заводами, Группой «Химмаш», несколькими телекомпаниями и радиостанциями [9]. Госкорпорации отличаются сложной организационно-управленческой структурой и непрозрачными финансовыми потоками, которые слабо поддаются как внешнему, так и внутреннему контролю.

Необходимость хеджирования в современных условиях не требует доказательств, и есть основания ожидать, что объемы операций хеджирования в ближайшие годы будут расти. Однако какие инструменты предпочтут участники рынка для этих целей и каков будет конкретный состав самих участников — пока однозначно предсказать затруднительно.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. URL: http: //www.fow.com
2. URL: https:// www.rts.micex.ru
3. Кандинская О. Мировой рынок фьючерсов и опционов: чем запомнился 2011 год // Журнал о биржевой торговле F&O. 2012. №5. С. 32-39.
4. Емельянов Д. В ожидании хеджеров // Журнал о биржевой торговле F&O. 2012. № 3. С. 23-25.
5. Емельянов Д. Навстречу хеджерам // Журнал о биржевой торговле F&O. 2012. № 7. С. 16-19.
6. Седунов А. Товарам кризис нипочем // Журнал о биржевой торговле F&O. 2010. № 5. С. 26-33.
7. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал: Пер. с англ. М.: Прогресс, 1993. 488 с.
8. Дашковский И. Бизнес.gov // РБК. 2012. Июнь. С. 28-32.
9. Лосев М. Все вокруг колхозное // РБК. 2012. Июнь. С. 34-40.