

**Паньков Павел Игоревич**

*ассистент кафедры экономики Полоцкого государственного университета,  
г. Новополоцк, Республика Беларусь, [p.pankov@psu.by](mailto:p.pankov@psu.by)*

## **ХЕДЖИРОВАНИЕ РЫНОЧНЫХ РИСКОВ ХОЗЯЙСТВУЮЩИМИ СУБЪЕКТАМИ: ОЦЕНКА НЕОБХОДИМОСТИ И ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ ЭФФЕКТЫ**

**Аннотация.** В соответствии с концепцией Ф. Модильяни и М. Миллера (1958) хеджирование рисков на корпоративном уровне в идеальных условиях не имеет смысла, так как инвесторы самостоятельно могут управлять рисками. Однако неразвитость финансового рынка, а также ряд ограничений реального мира создают предпосылки для использования производных инструментов в целях защиты от неблагоприятного движения рыночных переменных (то есть хеджирования рыночных рисков). В этой связи возникает вопрос о том, в каких случаях хеджирование рисков с помощью деривативов будет оправдано, а также что конкретно принесет данный способ управления риском хозяйствующим субъектам. В статье рассмотрены особенности оценки необходимости хеджирования и потенциальные эффекты для нефинансовых организаций.

**Ключевые слова:** хеджирование рисков, деривативы, эффекты от хеджирования.

**Pankov Pavel Igorevich**

*Assistant of the Department of Economics, Polotsk State University,  
Novopolotsk, Republic of Belarus, [p.pankov@psu.by](mailto:p.pankov@psu.by)*

## **HEDGING MARKET RISKS BY ECONOMIC ENTITIES: NECESSITY AND POTENTIAL EFFECTS**

**Abstract.** According to F. Modigliani & M. Miller (1958) hedging risks at the corporate level under ideal conditions does not make sense, since investors can manage the risks themselves. However, the underdevelopment of the financial market as well as a number of real-world constraints create prerequisites for derivatives usage in order to protect against adverse movements of market variables (i.e., hedging market risks). In this regard becomes relevant the following question: in what case hedging risks with derivatives will be justified and what exactly this method of risk management will bring to economic entities. In the article have been considered peculiarities of assessing the need for hedging and the potential effects for non-financial organizations.

**Keywords:** risk hedging, derivatives, effects from hedging.

Хеджирование рыночных рисков с помощью деривативов представляет собой достаточно сложную и специфическую область деятельности хозяйствующих субъектов. При этом если в качестве хозяйствующих субъектов рассматривать нефинансовые организации, деятельность которых напрямую не связана с совершением операций на срочном рынке, то применение деривативов в целях хеджирования рисков в ряде случаев может оказаться нецелесообразным из-за высоких рисков и затрат. С другой стороны, достаточно часто открытие «бумажных» позиций на рынке деривативов является единственным способом зафиксировать финансовый результат на определенном приемлемом уровне, исключив риск неблагоприятного изменения рыночных переменных. В этой связи возникает вопрос: нужно ли применять хеджирование рисков нефинансовым организациям и какие конкретно эффекты принесет этот способ риск-менеджмента для организации в целом? Для того чтобы ответить на данный вопрос рассмотрим основные взгляды на корпоративное хеджирование в литературных источниках, на основе которых сформулируем основные эффекты, которые будут получены нефинансовой организацией в случае применения хеджирования рисков с помощью деривативов.

На отношение к хеджированию с помощью деривативов существенно повлияла работа Ф. Модильяни и М. Миллера (1958) «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций». Одно из существенных положений, выдвинутых авторами, заключалось в том, что «общая рыночная стоимость фирмы не зависит от структуры ее капитала ... стоимость компании определяется стоимостью ее активов, т. е. будущими денежными потоками и требуемой нормой прибыли, а не способом их финансирования» [1, p.288]. Следовательно, и применение хеджирования не должно оказывать влияние на совокупную стоимость фирмы. Однако модель Модильяни-Миллера основана на ряде допущений: об отсутствии налогов и транзакционных издержек по привлечению того или иного вида финансирования, независимости денежных потоков фирмы от ее финансовой политики (отсутствие затрат на банкротство), возможности фирм осуществлять финансовые операции по одним и тем же ценам (например, занимать по одной и той же ставке), наличии у всех агентов одинаковой информации [1, p.265, 291, 295].

В дальнейшем в литературе приводится ряд обоснования необходимости хеджирования рисков с помощью деривативов, например, в работах таких авторов, как Smith & Stulz (1985) [2, p.393], Aretz et al. (2007) [3, p.448], Stulz (2013) [4] и т.д. При этом, как отмечают Hahnenstein L. & Köchling G. & Posch P., «до настоящего времени в эмпирической литературе не удалось однозначно подтвердить теоретические предпосылки для хеджирования рисков с помощью деривативов на корпоративном уровне» [5, p.2]. Противоречие между теорией и практическими результатами хеджирования может быть связано с тем, что в ряде случаев

затраты на хеджирование превышают получаемые эффекты в виде прогнозируемости и стабильности денежных потоков, снижения ожидаемых налогов и положительных оценок кредиторами надежности компании [6, с.72].

К основным причинам для хеджирования рисков на корпоративном уровне можно отнести [7, р.102]:

– увеличение размеров ожидаемой прибыли в условиях наличия налогов (если получению прибыли и убытка соответствуют определенные уровни вероятности, то ожидаемая прибыль с учетом все исходов ниже аналогичной ситуации без налогов, так как при наличии прибыли налог взимается, а убыток не компенсируется; поэтому фиксация величины будущей прибыли позволяет увеличить ожидаемую прибыль, если вероятность получения убытка существенна), а также оптимизация налогообложения за счет переноса подлежащих к уплате налогов во времени на более поздний срок, перераспределения прибыли в рамках филиалов, находящихся в различных странах с разными ставками налогообложения, перераспределения налогооблагаемых доходов между доходами от обычной деятельности и доходами от вложений в капитал других предприятий (в случае если ставки отличаются);

– снижение издержек на банкротство с помощью хеджирования на основе деривативов предполагает, что в случае получения существенного убытка и сложностей с расчетами по текущим обязательствам каждый рубль убытка обойдется компании значительно дороже, так как клиенты могут отказаться от дальнейшего сотрудничества. Особенно актуально это для тех компаний, которые предлагают фиксированные объемы продукции или услуг по твердым ценам, например, авиаперевозчики, поэтому отказ от потенциальной прибыли с целью неполучения критических убытков за счет применения деривативов – одна из причин применять хеджирование;

– снижение затрат на внешнее финансирование – даже если убытки компании не являлись критическими, в определенные моменты может возникнуть дефицит ликвидности, который потребует открытия новых кредитных линий, процентные ставки по которым будут выше из-за увеличения размера обязательств. Деривативы могут использоваться для поддержания стабильного уровня ликвидности, достаточного для расчетов по текущим обязательствам за счет фиксации будущих денежных потоков на определенном приемлемом уровне;

– увеличение возможностей по привлечению финансирования за счет применения хеджирования связано с тем, что инвесторы могут негативно относиться к проектам или компаниям, денежные потоки которых подвержены сильной волатильности, которая повышает риск того, что вложения не окупятся. В результате обеспечение стабильного

денежного потока от инвестиционного проекта может быть важнее потенциальной сверхприбыли;

– защита не диверсифицированных стейкхолдеров компании предполагает, что инвесторы крупных компаний, акции которых торгуются публично, могут самостоятельно сбалансировать свой инвестиционный портфель в соответствии с желаемым соотношением риск-доходность, однако в случае, когда результаты компании являются очень существенными и не могут быть нивелированы за счет диверсификации, хеджирование приобретает решающую роль в обеспечении стабильного уровня дохода. К субъектам с мотивами для хеджирования рисков могут быть отнесены руководители предприятий, зарплаты и бонусы которых обычно привязываются к определенному целевому значению прибыли, достижение которого гарантирует получение соответствующих выплат. Также и владельцы предприятий в условиях неразвитого финансового рынка и отсутствия возможностей для диверсификации своих вложений могут быть заинтересованы в том, чтобы компания в условиях высокой волатильности рыночных показателей приносила стабильный доход с высокой долей вероятности, обеспеченный сделками с производными инструментами.

Учитывая вышесказанное, предлагается систематизировать все эффекты от хеджирования рисков на внутренние и внешние следующим образом (рисунок 1).



Рисунок 1. Эффекты от применения деривативов в целях хеджирования рисков

Источник: составлено автором

Представленные на рисунке 1 эффекты в зависимости от вида и условий деятельности организации могут дополняться, а также приобретать большую или меньшую актуальность. При этом отметим, что определение конкретных эффектов от хеджирования рисков, во-первых, позволяет более обоснованно принимать решения о применении данного способа риск-менеджмента, во-вторых, создает основу для оценки эффективности результатов хеджирования, что особенно актуально для принятия решения о дальнейшем использовании деривативов с целью хеджирования.

«Собственно, экономический эффект – определенная форма результата – конечный результат» [8, с.13, 18]. В контексте применения деривативов считаем целесообразным опираться на следующее определение: «эффект – это проявление чего-нибудь, что при определенных условиях приводит к формированию нового объекта или изменению характеристик (свойств) старого объекта в конкретных границах пространства и времени» [9, с.122]. В преломлении на сферу применения деривативов эффект будет проявляться в совершении сделок на основе производных инструментов, которые приводят к изменению характеристик запланированных денежных потоков в случае хеджирования рисков.

Заметим, что среди эффектов от хеджирования, представленных на рисунке 1 нами не было выделено получение дополнительной прибыли. Хотя основной эффект, которого стремится достичь любая коммерческая организация, заключается именно в том, чтобы увеличить свою прибыль. Проблема здесь заключается в том, что деривативы представляют собой контракты о покупке или продаже базового актива в будущем по заранее определенной цене, следовательно, использование конкретного дериватива (например, покупка фьючерсного контракта) позволяет получить в будущем денежный поток заранее известной величины. Такая фиксация рыночных переменных с помощью деривативов осуществляется с двумя противоположными целями. Первая цель – зафиксировать размер будущих денежных потоков, тем самым исключив, или, иначе говоря, захеджировав риск неблагоприятного изменения определенной рыночной переменной (товарные цены, курсы валют и т.д.). Вторая цель – зафиксировать размер будущих денежных потоков на определенном уровне, сделав ставку (на основе фундаментального и технического анализа рынка) на то, что в будущем рыночные переменные будут в зависимости от направленности сделки выше или ниже зафиксированного значения и это принесет дополнительную прибыль. Такие операции называются спекулятивными, так как связаны с принятием на себя дополнительного риска с целью получения дополнительной прибыли. Разница между спекулятивными операциями и хеджированием на основе деривативов состоит в том, что при хеджировании рисков открывается позиция, противоположная реальному денежному потоку. Например, риск недополучения планируемой выручки от реализации сырой нефти, стоимость реализации

которой определяется на основе биржевых торгов ежедневно, может быть хеджирован покупкой нефтяного фьючерсного контракта на тот же объем (если не применяются методы оптимизации хеджирования). В результате убыток по фьючерсному контракту будет компенсироваться более высокой полученной выручкой, и наоборот, недополучение выручки будет компенсироваться прибылью по фьючерсному контракту. В итоге «бумажная» фьючерсная сделка в совокупности с реальной продажей обеспечит заранее определенный финансовый результат. В свою очередь, если прибыль или убыток по фьючерсному контракту ничем не может быть компенсирована, то речь идет не о снижении, а об увеличении риска, то есть о спекулятивной операции. Седунов А.Ф. характеризует соотношение между объемами инструмента и объекта хеджирования следующим образом [10, с.55]:

- недостаточное хеджирование – ситуация, когда хеджер страхует лишь часть имеющихся у него активов; такая схема распространена в тех случаях, когда существует некоторая неопределенность в том, следует хеджироваться или нет;

- полное хеджирование – ситуация, когда объем открытой позиции в деривативах равен объем хеджируемых активов;

- избыточное хеджирование – ситуация, когда сделки хеджирования превышают объем хеджируемых активов. Этот вариант является следствием трансформации хеджирования в спекуляцию, когда появляется повышенный риск.

Согласимся с мнением такого автора, как Жак Л., о том, что «Финансовый департамент компании имеет две основные задачи: 1) обеспечение финансирования с минимальной стоимостью капитала, ... и 2) хеджирование рисков путем лимитирования валютных, товарных и процентных позиций в соответствии со склонностью компании к риску. Ни финансирование, ни хеджирование само по себе не предполагает получения прибыли, поскольку задача первого состоит в минимизации стоимости капитала, а второго – в минимизации рисков» [11, с.297]. То есть в качестве прямого эффекта от хеджирования рисков с помощью деривативов получение дополнительной прибыли рассматриваться не может, так как дополнительная прибыль на рынке деривативов может быть получена только в случае принятия на себя дополнительного риска. Отметим, что указанные на рисунке 1 эффекты от хеджирования рисков в перспективе могут улучшить финансовые результаты компании, однако считаем, что говорить о прямом получении прибыли от хеджирования рисков некорректно.

Таким образом, оценка необходимости хеджирования рисков с помощью деривативов должна проводиться на основе определения потенциальных эффектов, которые будут получены вследствие применения данного способа риск-менеджмента. При этом, как отмечается в отчете консалтинговой компании McKinsey, несколько простых рекомендаций могут помочь

выявить проблемы хеджирования рисков на ранней стадии и сделать стратегии хеджирования более эффективными [12]:

- 1) хеджирование «чистой» позиции, подверженной рыночному риску;
- 2) хеджирование только существенных рисков;
- 3) оценка альтернатив хеджированию рисков.

Для целей данной работы подробно способы повышения эффективности хеджирования рассматриваться не будут, однако считаем, что, если речь идет об эффективном применении деривативов с целью хеджирования рисков, необходимо выделять конкретные эффекты. В работе было отмечено, что получение дополнительной прибыли не может считаться прямым эффектом от хеджирования рисков, так как операции на срочном рынке, направленные на получение дополнительной прибыли, являются по своей природе спекулятивными и связаны с принятием на себя дополнительного риска. В этой связи на основе анализа литературных источников были предложены эффекты от хеджирования рисков, которые могут служить обоснованием для применения данного способа риск-менеджмента. Предложенные эффекты включают не оценку степени снижения риска по конкретной стратегии хеджирования, а то, как такое снижение рисков повлияет на организацию в целом. В результате подход к оценке необходимости хеджирования рисков на основе анализа предложенных эффектов позволит подготавливать управленческие решения по вопросам хеджирования рисков с ориентацией на совокупный результат, который получит организация. Также, наличие конкретных эффектов, которые планировалось достичь в начале отношений хеджирования, позволит в дальнейшем оценить эффективность хеджирования, сопоставив фактически полученные результаты с затратами, которые были связаны с реализацией соответствующих стратегий хеджирования.

#### **Библиографический список**

1. Modigliani, F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. H. Miller // The American Economic Review. 1958. Vol. 48(3). P. 261-297.
2. Smith, C. The Determinants of Firms' Hedging Policies / C. Smith, R. Stulz // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1985. Vol. 20(4) P. 391-405. <https://doi.org/10.2307/2330757> (дата доступа: 25.01.2021).
3. Aretz, K. Why hedge? Rationales for corporate hedging and value implications / K. Aretz, S. Bartram, G. Dufey // The Journal of Risk Finance. – 2007. – Vol. 8(5). – P. 434-449. <http://dx.doi.org/10.1108/15265940710834735> (дата доступа: 25.01.2021).
4. Stulz, R. How Companies Can Use Hedging to Create Shareholder Value / R. Stulz // J. Applied corporate finance. – 2013. – Vol. 4(25). – P. 21-31. <http://dx.doi.org/10.1111/jacf.12038> (дата доступа: 25.01.2021).