

УДК 338

**ПЛАНИРОВАНИЕ ОПЕРАЦИЙ С ДЕРИВАТИВАМИ В НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЯХ:
СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И РАЗВИТИЕ****П.И. ПАНЬКОВ***(Полоцкий государственный университет)*

Исследованы особенности планирования операций с деривативами в нефинансовых организациях с учетом сложившейся практики применения и существующих рекомендаций по осуществлению операций с производными инструментами в организациях нефинансового сектора экономики. В результате установлено, что стратегическое обоснование направлений применения деривативов с одной стороны позволит повысить вовлеченность высшего руководства в процесс принятия управленческих решений, с другой – выявить объективные предпосылки для использования производных инструментов в деятельности компании. В дальнейшем результаты стратегического анализа предлагается использовать для разработки трех функциональных стратегий применения деривативов: хеджирования рисков, спекулятивных операций и выпуска опционов эмитента, каждая из которых предполагает различные цели и инструментарий, что позволит повысить качество принимаемых управленческих решений в отношении производных инструментов в нефинансовых организациях.

Ключевые слова: деривативы, планирование, хеджирование, спекулятивные операции, нефинансовые организации.

Введение. Планирование среди функций управления имеет особое значение в деятельности организации, так как именно на этом этапе осуществляется принятие управленческих решений по различным вопросам развития компании. Эффективным может считаться тот план, который потребует минимальных корректировок в процессе реализации и обеспечит получение запланированных эффектов и достижение целевых показателей. Применительно к сфере деривативов вопросы планирования соответствующих операций осложняются спецификой производных инструментов. Один из аспектов данной специфики заключается в том, что для нефинансовых организаций проведение операций с деривативами не является тем видом, которые происходят в рамках ежедневных процессов основной деятельности. При этом в ряде случаев применение деривативов имеет существенный потенциал для повышения эффективности деятельности компании, который, однако, может быть полностью раскрыт только при условии использования научно обоснованных подходов к планированию операций с производными инструментами. Поэтому цель данной работы состоит в том, чтобы разработать эффективный алгоритм планирования операций с деривативами для нефинансовых организаций. Для этого будут решены следующие задачи:

- проанализировать основные направления применения деривативов нефинансовыми организациями;
- провести исследование существующих теоретических разработок и практических рекомендаций по планированию операций с деривативами;
- установить связь между результатами стратегического анализа и потенциальными направлениями применения деривативов;
- предложить алгоритм планирования операций с деривативами в нефинансовых организациях.

Основная часть. В исследовании М. Bartram (2017), проведенном среди 6896 фирм из 47 стран, отмечается, что компании в основном используют деривативы для снижения рисков. Практически отсутствуют примеры корпоративных спекуляций с помощью деривативов, за исключением небольшого объема на основе товарных деривативов. Также компании иногда корректируют размер и сроки хеджирующих позиций в зависимости от своего видения рынка в конкретный момент времени. В целом эти спекулятивные аспекты использования деривативов представляются незначительными по сравнению с доминирующим эффектом снижения корпоративной подверженности рыночным рискам с помощью хеджирования [1, р. 34].

Для нефинансовых организаций преимущества хеджирования теоретически достаточно полно изучены, однако эмпирические данные, явно подтверждающие как хеджирование влияет на стоимость организации и ее инвестиционную привлекательность ограничены и в ряде случаев противоречат друг другу [2, с. 45]. По нашему мнению, это связано с тем, что в ряде случаев затраты на хеджирование превышают получаемые эффекты в виде прогнозируемости и стабильности денежных потоков, снижения уплачиваемых налогов (в тех странах, где действует прогрессивная шкала налогообложения прибыли) и положительных оценок кредиторами надежности компании. Поэтому при принятии решения о применении деривативов для хеджирования рисков необходимо опираться на принцип экономической целесообразности, оценивая соотношение необходимых затрат и потенциальных результатов.

Как отмечает R. Stulz (2013), «... корпоративные менеджеры на основе своей профессиональной интуиции довольно часто предполагают, что эффективная программа управления рисками способствует повышению акционерной стоимости компании, но, как правило, измерить данный эффект довольно затруднительно. Большая часть трудностей связана с путаницей в понимании целей управления рисками и как такие цели касаются доходности компании, а также роли деривативов в исполнении стратегии управления рисками» [3, р. 21]. Негативное влияние аспектов, указанных данным автором, на оценку результатов применения деривативов, по сути, является следствием недостаточно эффективной реализации функции планирования в отношении производных инструментов. Поэтому организациям, применяющим деривативы необходимо уделять достаточно внимания именно планированию операций с деривативами. На данный момент существует большой объем научных разработок и практики по хеджированию рисков в нефинансовых организациях, а в отношении спекулятивных операций рекомендации ограничиваются в основном количественными моделями спекулятивных стратегий, без охвата организационных и практических вопросов, которые возникают в процессе реализации той или иной спекулятивной стратегии. В таблице 1 проведем анализ практических рекомендаций и теоретических разработок, которые, на наш взгляд, будут наиболее актуальны в процессе планирования операций с деривативами в нефинансовых организациях.

Таблица 1 – Результаты исследований и практические рекомендации по хеджированию рисков нефинансовыми организациями, актуальные на стадии планирования

Автор/Источник	Результаты исследований
1	2
Сидоренко Ю.Ю. Эффективность и оптимальность инструментов хеджирования (2020)	Комплексная модель хеджирования финансовых рисков, представляющая собой последовательность научно обоснованных процедур, включающих: <ul style="list-style-type: none"> – оценку соответствия выявленным уровням риска определенных групп инструментов хеджирования; – определение видов и инструментов хеджирования, соответствующих установленным целям; – формирование оптимальной стратегии хеджирования; – расчет эффективности и выгоды стратегии хеджирования, на основании которых определяется результативность стратегии и необходимость корректировки модели хеджирования
Сафонова Т.Ю. Управление рисками на рынке производных финансовых инструментов (2017)	Предложена схема хеджирования ценовых рисков компаниями реального сектора экономики, а также рассмотрены виды хеджирования и подходы к оценке стоимости хеджирования. Кроме этого, исследован двойственный характер деривативов и выявлены риски, которые присущи самим производным инструментам, используемым для хеджирования рыночных рисков
Дмитриева М. А. Стратегия хеджирования процентного и валютного рисков в компаниях нефинансового сектора (2016)	Разработаны методические подходы к формированию стратегии хеджирования валютных и процентных рисков компаниями нефинансового сектора, включающие комплексное описание основных этапов хеджирования и практические рекомендации их оптимальной организации с учетом влияния внутренних и внешних факторов (целей компании, организационной структуры, финансовых возможностей компании, рыночной конъюнктуры). Предложены организационные и нормативно-правовые механизмы реализации стратегии хеджирования валютных и процентных рисков в компаниях нефинансового сектора, включающие распределение ответственности и полномочий при хеджировании; разработку и утверждение документов, регулирующих хеджирование в компании, в том числе политики по управлению рисками, политики по хеджированию рисков, стратегии хеджирования рисков
Уколов А.И., Гупалова Т.Н. Управление корпоративными рисками: инструменты хеджирования (2017)	Определены принципы хеджирования: <ul style="list-style-type: none"> – эффективная программа хеджирования не ставит целью полностью устранить риск; она разрабатывается для того, чтобы трансформировать риск из неприемлемых форм в формы более приемлемые. Целью хеджирования является достижение оптимальной структуры риска, т.е. соотношения преимуществ хеджирования и его стоимости; – при принятии решения о хеджировании важно оценить величину потенциальных потерь, которые компания может понести в случае отказа от хеджа. Если потенциальные потери незначительны (например, мало влияют на доходы фирмы), выгоды от хеджирования могут оказаться меньше, чем затраты на его осуществление; в этом случае компания лучше воздержаться от хеджирования; – как и любая другая финансовая деятельность, программа хеджирования требует разработки внутренней системы правил и процедур; – эффективность хеджирования может быть оценена только в контексте (бессмысленно говорить о доходности или об убытках по операции хеджирования в отрыве от основной деятельности на спот-рынке)

Окончание таблицы 1

1	2
М. Круи, Д. Галай, Р. Марк Основы риск-менеджмента (2005)	Рекомендации по организации риск-менеджмента в следующей последовательности: – определение цели; – отображение (описание) рисков; – поиск инструментов управления рисками; – разработка и внедрение стратегии хеджирования; – оценка эффективности риск-менеджмента
M. Dafir, V. N. Gajjala Fuel Hedging and Risk Management (2016)	Разработка программы топливного хеджирования включает следующие этапы: – идентификация и оценка рисков, связанных с ценами на топливо; – закрепление риск-аппетита фирмы; – разработка целей и объема программы хеджирования; – реализация программы хеджирования: выбор инструментов, количеств и сроков; – управление рыночными и другими рисками, возникающими при хеджировании; – мониторинг и корректировка программы хеджирования на регулярной основе
Л. Жак. Опасные игры с деривативами: Полувековая история провалов (2017)	Выделены основные «уроки» для нефинансовых компаний в сфере деривативов: – отсутствие ясной миссии финансового департамента как центра прибыли; – неспособность обеспечить соблюдение лимитов торговых позиций и убытков; – отсутствие отчетности и аудита; – неспособность координировать управление рисками; – неэффективность систем управления рисками

Источник: [4–10].

Как видно из информации, представленной в таблице 1, основные рекомендации авторов в отношении применения деривативов нефинансовыми организациями ориентированы на хеджирование рисков. При этом, как отмечает И.А. Киселева, на данный момент существует огромное количество разнообразных моделей и методов управления риском с использованием хеджирования. Как правило, выбор инструмента хеджирования зависит от текущей ситуации и производится после детального анализа текущих затрат, потребностей хеджера, перспектив отрасли [11, с. 41]. Представленные в таблице 1 работы представляют собой далеко не полный список теоретических и практических рекомендаций по хеджированию, однако являются, на наш взгляд, наиболее комплексными и подходящими для применения в целях управления деривативами в нефинансовых организациях, в частности на стадии планирования. При этом в некоторых источниках говорится о том, что деривативы, будучи инструментом риск-менеджмента, сами являются источником повышенного риска. В частности, Т.Ю. Сафонова указывает на двойственную в этом отношении природу деривативов: «для снижения валютных, процентных и товарных рисков традиционно используются деривативы. Однако в последнее время деривативы начали не только снижать риски, но генерировать дополнительные риски, оказывающие существенное влияние на экономическую устойчивость компаний» [5, с. 224]. Об этом также упоминает Л. Жак, рассматривая указанные в таблице 1 «уроки», полученные от финансовых потрясений, вызванных применением деривативов. В свою очередь и К. Shaik (2014) указывает на одну из опасностей применения деривативов, которая заключается в том, что применение сложных стратегий хеджирования в случае неудачи может обернуться значительными убытками, не связанными с операциями основной деятельности [12, р. 14]. По нашему мнению, указанные аспекты применения деривативов являются следствием отсутствия четкого разделения между спекулятивными операциями и операциями хеджирования на стадии планирования, и в дальнейшем на стадии реализации принятых управленческих решений. Одним из возможных вариантов решения проблемы превращения инструментов хеджирования рисков в источник повышенного риска в процессе реальной практики применения деривативов нефинансовыми организациями является применение дифференцированного подхода в отношении операций хеджирования и спекулятивных операций на каждом из этапов реализации функций управления, которые традиционно включают в себя планирование, организацию, мотивацию и контроль [13, с. 35].

Основываясь на таком дифференцированном подходе в дальнейшем будут предложены рекомендации по планированию операций с деривативами. Мы исходим из того, что операции, которые должны принести прибыль, не связанную напрямую с основной деятельностью нефинансовой организации, все-таки могут иметь место, однако для их наличия должны существовать объективные предпосылки. В свою очередь и для применения производных инструментов в целях хеджирования рисков также должны быть соответствующие основания. Считаем, что определение потребности в применении деривативов в хеджерских либо спекулятивных целях может быть определено по результатам стратегического анализа деятельности компании. На данный момент известно много разнообразных методов стратегического анализа, выбор которых зависит от менеджеров конкретной компании. Как отмечает К.А. Лобанов, «... необходимо, чтобы методики стратегического анализа были адекватны особенностям организаций и конкретной стратегической ситуации. Так как в каждой методике заложена способность решать лишь определенный спектр

задач, то, очевидно, что для осуществления объективного анализа даже на отдельном предприятии необходима определенная совокупность методик» [14, с. 181]. В контексте применения деривативов нефинансовыми организациями, по нашему мнению, актуальным будет не выбор методов стратегического анализа, а их результаты. В качестве ориентира нами определен классический SWOT-анализ, который может комбинироваться с прочими качественными и количественными методами стратегического анализа [15, с. 205]. Среди результатов SWOT или других методов стратегического анализа могут быть основания для применения деривативов. Поэтому предлагаем модель определения направлений применения деривативов в финансовых организациях на основе результатов стратегического анализа (рисунок 1).

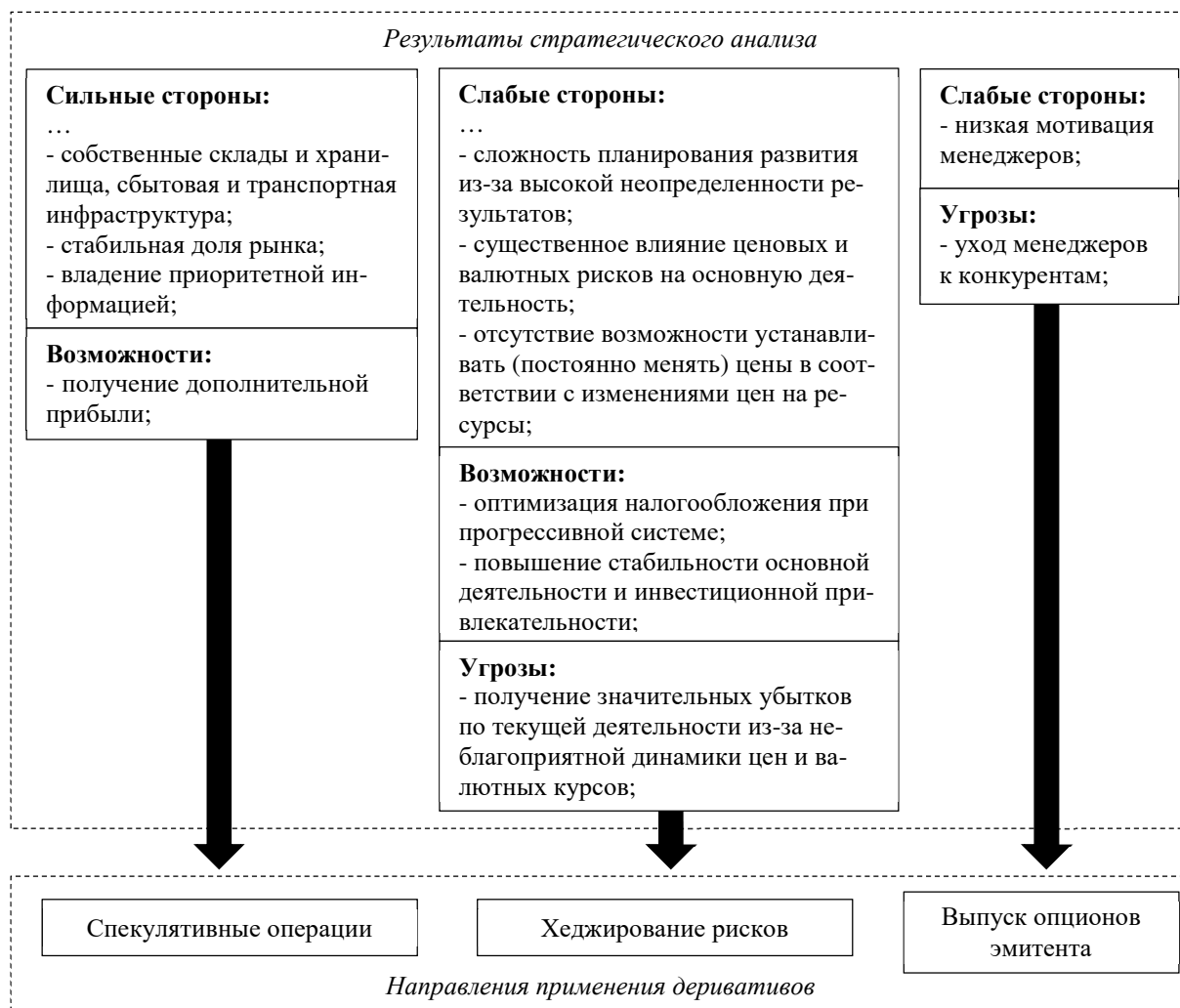


Рисунок 1 – Предлагаемая модель определения направлений применения деривативов по результатам стратегического анализа

Как видно из информации, представленной на рисунке 1, спекуляции с применением деривативов, по нашему мнению, должны изначально основываться на каких-либо конкурентных преимуществах компании, а от использования периодически возникающих разовых возможностей получения дополнительной прибыли лучше отказаться, так как высока вероятность того, что не все последствия соответствующих действий будут приняты во внимание. В свою очередь применение деривативов для хеджирования рисков будет обоснованным, если инвесторы и акционеры положительно относятся к данному инструменту риск-менеджмента, либо если влияние ценовых, валютных и процентных рисков на деятельность компании очень существенно и оценивается как негативный фактор. И отдельно нами была выделена ситуация с низкой мотивацией менеджеров высшего звена, когда высок риск их ухода к конкурентам. В данном случае целесообразно в качестве одного из методов мотивации применять опционы эмитента, которые дают право их владельцам получить существенные бонусы, если акции компании вырастут в цене до определенного целевого значения. Таким образом, стратегическое обоснование направлений применения деривативов позволит, во-первых, вовлечь в процесс принятия решений высшее руководство, и во-вторых,

определить долгосрочную стратегическую основу для работы с производными инструментами. Следующим шагом, по нашему мнению, станет уже разработка функциональных стратегий хеджирования, спекуляций или опционных программ. Полный алгоритм планирования операций с деривативами в нефинансовых организациях, может быть представлен в следующем виде (рисунок 2).

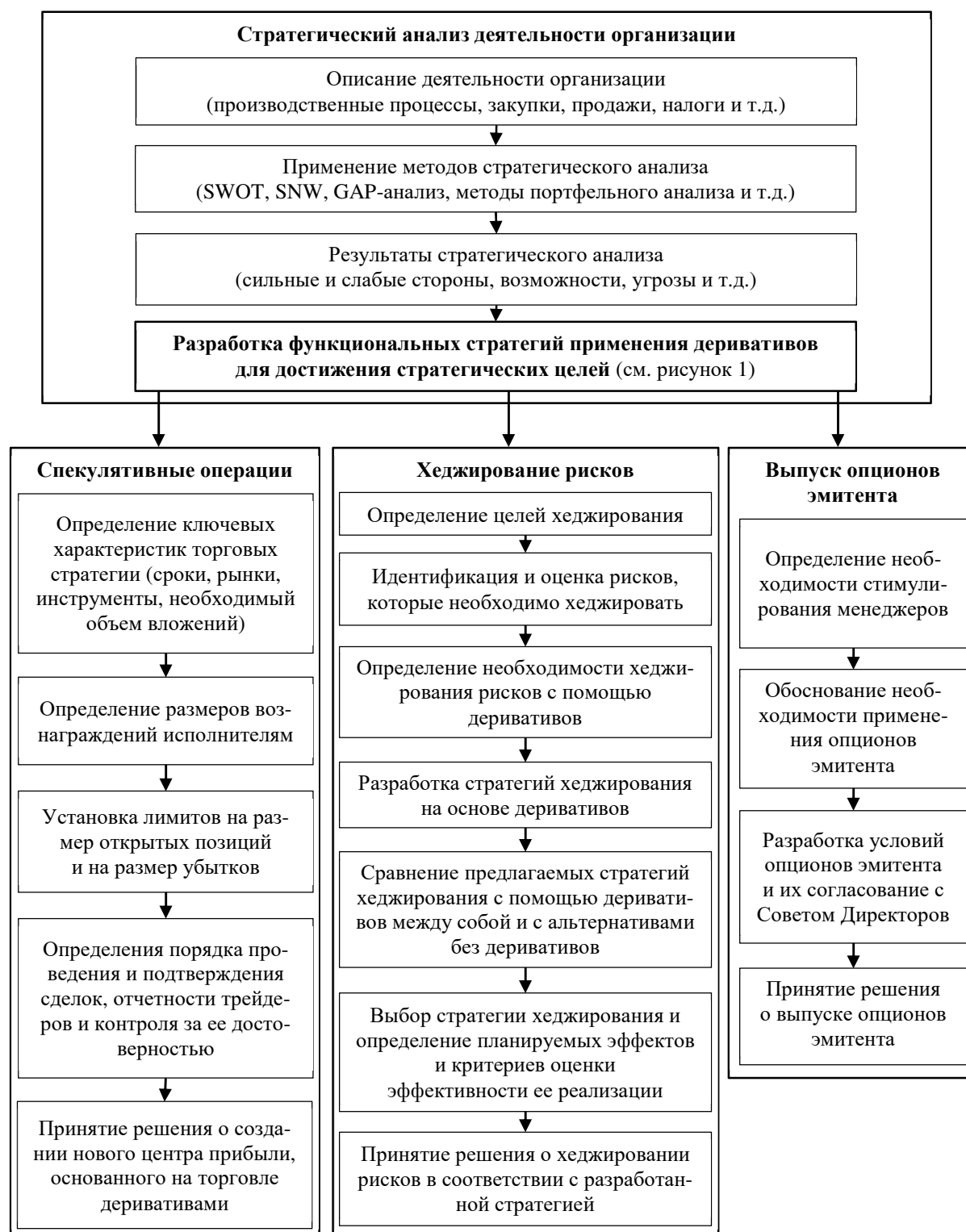


Рисунок 2. – Алгоритм планирования операций с деривативами в нефинансовых организациях

Особенностью предлагаемого алгоритма планирования операций с деривативами в нефинансовых организациях, представленного на рисунке 2, является то, что мы не исключаем возможность проведения спекулятивных операций нефинансовыми организациями, однако считаем, что для их осуществления должны быть объективные стратегические предпосылки. Так же и хеджирование рисков с помощью деривативов должно вытекать из существующих стратегических проблем, которые могут быть решены с применением производных инструментов. Это обеспечивает связь общей стратегии развития организации с функциональными стратегиями хеджирования рисков, спекуляций и опционными программами. Как видно на рисунке 2, последовательное прохождение предлагаемого алгоритма планирования операций с деривативами в нефинансовых организациях заканчивается принятием соответствующего управленческого решения, которое в дальнейшем должно доводиться до исполнителей с целью его реализации. Такой подход позволяет представить процесс планирования операций с деривативами в более систематизированном виде с четко определенными границами между хеджированием и спекулятивными операциями.

Заключение. Таким образом, планирование операций с деривативами является одним из ключевых этапов в управлении деривативами в нефинансовых организациях. Несмотря на то, что деривативы в большинстве случаев используются нефинансовыми организациями в целях хеджирования рисков, в ряде случаев сложные стратегии хеджирования могут иметь в себе спекулятивный элемент. Кроме этого в организациях возможны ситуации, когда в контексте хеджирования рисков возникают операции, приносящие дополнительную прибыль, не обусловленную основной деятельностью. Такие операции обычно связаны с принятием на себя дополнительного риска, который под прикрытием хеджирования остается без надлежащих контрольных процедур. В результате в случае неблагоприятного движения рыночных переменных, возможно получение существенных убытков, которые необусловлены основной деятельностью и являются полной неожиданностью для руководства и собственников компании. Чтобы избежать таких негативных ситуаций на стадии планирования целесообразно закладывать дифференциацию между операциями хеджирования и спекулятивными операциями. С этой целью была предложена модель определения направлений применения деривативов по результатам стратегического анализа, которая устанавливает, что производные инструменты в портфеле компании должны появляться на основании объективно существующих предпосылок. При этом стратегический уровень анализа и планирования предполагает вовлеченность высшего руководства в процесс принятия управленческих решений в отношении деривативов, что в дальнейшем должно облегчить интерпретацию результатов применения производных инструментов. В свою очередь результаты стратегического анализа должны находить отражение в разработке и последующей реализации функциональных стратегий. Для нефинансовых организаций нами были предложены три таких стратегии: спекуляции, хеджирование и выпуск опционов эмитента, которые ставят перед собой различные цели и основаны на применении различного инструментария. Данные функциональные стратегии в сочетании с предшествующим стратегическим анализом представляют собой предлагаемый алгоритм планирования операций с деривативами, применение которого позволит нефинансовым компаниям организовать плановую работу в отношении производных инструментов на более высоком уровне и, как следствие, повысить качество принимаемых управленческих решений в данной сфере.

ЛИТЕРАТУРА

1. Bartram, S. M. Corporate hedging and speculation with derivatives / S. M. Bartram // *Journal of Corporate Finance*. – 2019. – Vol. 57. – P. 9–34. – Mode of access: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.023>. – Date of access: 25.09.2020
2. Паньков, П.И. Взаимобусловленность инвестиционной привлекательности организации и хеджирования / Л.В. Масько, П.И. Паньков // *Вестник Полоцкого государственного университета. Сер. D, Экономические и юридические науки*. – 2018. – № 5. – С. 39–45.
3. Stulz, R. How Companies Can Use Hedging to Create Shareholder Value / R. Stulz // *J. Applied corporate finance*. – 2013. – Vol. 4(25). – P. 21–31. – Mode of access: <http://dx.doi.org/10.1111/jacf.12038>. – Date of access: 25.09.2020.
4. Сидоренко, Ю.Ю. Эффективность и оптимальность инструментов хеджирования [Электронный ресурс] / Ю.Ю. Сидоренко // *Молодежь в науке и предпринимательстве* : сб. науч. ст. IX междунар. форума молодых ученых, 13–15 мая 2020 г. / Белкоопсоюз, Белор. торг.-экон. ун-т потребительской кооперации ; под науч. ред. Н.В. Кузнецова ; рекдол.: С. Н. Лебедева [и др.]. – Гомель, 2020. – С. 188–194. – 1 электрон. опт. диск (CD-RV).
5. Сафонова, Т.Ю. Управление рисками на рынке производных финансовых инструментов: монография / Т.Ю. Сафонова. – М. : Креативная экономика, 2017. – 398 с.
6. Дмитриева, М.А. Стратегия хеджирования процентного и валютного рисков в компаниях нефинансового сектора : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / М.А. Дмитриева. – М., 2016. – 163 л.
7. Уколов, А.И. Управление корпоративными рисками: инструменты хеджирования / А.И. Уколов, Т.Н. Гупалова. – 2-е изд., стер. – М. : Директ-Медиа, 2017. – 554 с.
8. Круи, М. Основы риск-менеджмента ; пер. с англ. / М. Круи, Д. Галай, Р. Марк ; науч. ред. В.Б. Минасян. – М. : Юрайт, 2015. – 390 с.
9. Dafir, M. Fuel Hedging and Risk Management / M. Dafir, V. N. Gajjala. – New Delhi, India ; Padstow, Cornwall, UK : John Wiley & Sons, 2016. – 314 p.

10. Жак, Л. Опасные игры с деривативами: Полувековая история провалов от Citibank до Barings, Société Générale и AIG ; пер. с англ. / Л. Жак. – М. : Альпина Паблишер, 2017. – 334 с.
11. Киселева, И.А. Особенности моделей хеджирования риска / И.А. Киселева // Бизнес. Образование. Право. – 2018. – № 2 (43). – С. 38-42. DOI: 10.25683/VOLBI.2018.43.203.
12. Shaik, K. Managing Derivatives Contracts: A Guide to Derivatives Market Structure, Contract Life Cycle, Operations, and Systems / K. Shaik. – NY: Apress, 2014. – 476 p.
13. Паньков, П.И. Сущность деривативов как объекта управления / П.И. Паньков // Вестник Полоцкого государственного университета. Сер. D, Экономические и юридические науки. – 2020. – № 6. – С. 37–47.
14. Лобанов, К.А. Методы стратегического анализа: пути развития / К.А. Лобанов // Многоуровневое общественное воспроизводство: вопросы теории и практики. – 2013. – № 5(21). – С. 180–186.
15. Седунов, А.Ф. Рынок деривативов в мировой экономике: особенности развития и направления трансформации : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.14 / А.Ф. Седунов. – М., 2013. – 180 л.

Поступила 30.09.2020

PLANNING TRANSACTIONS WITH DERIVATIVES IN NON-FINANCIAL ORGANIZATIONS: CURRENT STATE AND DEVELOPMENT

P. PANKOV

The specific features of planning transactions with derivatives in non-financial organizations have been studied, taking into account the current practice and existing recommendations for managing derivatives contracts in the organizations of the non-financial sector of the economy. As a result, it was found that the strategic justification of derivatives usage on the one hand will increase the involvement of senior management in the decision-making process, on the other – will help to identify objective prerequisites for the presence of derivative instruments in the company's activities. Further the results of the strategic analysis were proposed to be used in the development of three functional strategies of derivatives usage: hedging risks, speculative transactions and creating issuer options, each of which involves different goals and tools.

Keywords: *derivatives, planning, hedging, speculative transactions, non-financial organizations.*