

## ОСОБЕННОСТИ ВОСПРИЯТИЯ РЕЗУЛЬТАТОВ ХЕДЖИРОВАНИЯ РИСКОВ В НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЯХ

**П.И. Паньков**

Полоцкий государственный университет, Беларусь

Основной целью хеджирования рисков с помощью деривативов является фиксация будущих денежных потоков на заранее определенном приемлемом уровне за счет совершения сделок с деривативами, которые являются обратными реальным денежным потокам по своей структуре выплат. Следовательно, результат хеджирования рисков связан с вероятностными характеристиками, а не с размером полученной прибыли. Однако на практике альтернативная ситуация без хеджирования может оказывать существенное влияние на восприятие результатов хеджирования, смещая акцент при оценке достигнутых эффектов на показатель прибыли. Рассмотрим такую ситуацию на условном примере.

01.03.20x9 года (спот курс USDBYN 2,35) в компании ABC планируется, что через месяц 01.04.20x9 будет получена экспортная выручка в размере 100 000 долл. США, которую планируется сразу же обменять на белорусские рубли и использовать на финансирование основной деятельности. Руководство организации поручает финансовому отделу хеджировать поступление валютной выручки, без конкретизации желаемого курса и инструментов. Финансовый отдел решает заключить форвардный контракт на продажу 100 000 долл. США по курсу 2,4 рубля через месяц 01.04.20x9. На рисунке 1 представим два варианта развития событий в этой стратегии хеджирования.

Как видно из вариантов, представленных на рисунке 1, возможны два сценария динамики курса белорусского рубля к доллару США по сравнению с курсом USDBYN = 2,4, зафиксированным в форвардном контракте на продажу долларов США: повышение и понижение (для целей данного примера вариант, где курс через месяц будет 2,4, мы не рассматриваем). Соответственно может быть и две структуры выплат по данной стратегии хеджирования: либо курс вырос, и компании ABC пришлось уплатить разницу по форвардному контракту, которая снизила итоговую сумму поступлений в белорусских рублях; либо курс понизился, и компания ABC получила разницу по форвардному контракту, которая увеличила итоговую сумму поступлений в белорусских рублях.

И в том и в другом случае результат хеджирования одинаковый – получена выручка в размере 240 000 бел. руб., однако на его восприятие оказывает влияние результат альтернативной ситуации без хеджирования, который мог иметь место и не требовал бы от компании никаких дополнительных действий. В первом случае хеджирование обернулось для компании упущенной выгодой в размере 2 000 бел. руб. – что говорит о недостаточной компетенции финансового отдела, во втором случае – сотрудники работали эффективно и смогли компенсировать потенциальные убытки поступлениями по валютному форварду – такой, скорее всего, будет реакция руководства на результат хеджирования в данном условном примере в первом и втором вариантах соответственно.

На практике 1 вариант развития событий может обернуться взысканиями в отношении сотрудников, реализовавших данную стратегию, и отказом от дальнейшей практики хеджирования рисков, так как основная цель хеджирования – повышение

прогнозируемости денежных потоков далеко не очевидна для менеджеров, которые не связаны непосредственно с финансовым планированием и анализом. Это подтверждается рядом научных исследований и практических рекомендаций.

Вариант 1 (спот-курс 01.04 USDBYN=2,42)		Вариант 2 (спот-курс 01.04 USDBYN=2,37)	
Ситуация с хеджированием	Альтернатива без хеджирования	Ситуация с хеджированием	Альтернатива без хеджирования
Полученная выручка обменена по фактическому курсу: $100\ 000 \cdot 2,42 = 242\ 000$ (BYN)  Уплачена разница по валютному форварду: $(2,4 - 2,42) \cdot 100\ 000 = -2\ 000$ (BYN)	Полученная выручка обменена по фактическому курсу: $100\ 000 \cdot 2,42 = 242\ 000$ (BYN)	Полученная выручка обменена по фактическому курсу: $100\ 000 \cdot 2,37 = 237\ 000$ (BYN)  Получена разница по валютному форварду: $(2,4 - 2,37) \cdot 100\ 000 = 3\ 000$ (BYN)	Полученная выручка обменена по фактическому курсу: $100\ 000 \cdot 2,37 = 237\ 000$ (BYN)
<b>Итог:</b> получена выручка в размере 240 000 BYN	<b>Итог:</b> получена выручка в размере 242 000 BYN	<b>Итог:</b> получена выручка в размере 240 000 BYN	<b>Итог:</b> получена выручка в размере 237 000 BYN
<b>Негативное восприятие результатов хеджирования</b>		<b>Положительное восприятие результатов хеджирования</b>	

**Рисунок 1. – Предлагаемые потенциальные ситуации при хеджировании валютного риска и их влияние на восприятие итоговых результатов**

Источник: собственная разработка.

По мнению R. Stulz (2013), « ... достаточно часто потери по производным инструментам при хорошо продуманном хеджировании рассматриваются как сбой в системе управления рисками. Несмотря на то, что компания применяет хеджирование, потому что не может предсказать, какой результат принесет актив, обязательство или будущий денежный поток, который подвержен рыночному риску, в будущем. И чтобы избежать данной неопределенности организации, прибегают к хеджированию, при этом если движение рынка является благоприятным для компании, то по инструменту хеджирования будет получен компенсирующий убыток» [1, р. 22].

Эту особенность восприятия результатов хеджирования также характеризует Гуринович Н. следующим образом: «один из последних шагов при принятии решения

о хеджировании валютных рисков – заранее договориться с учредителями/Советом директоров, как читать результат хеджирования и «разбор полетов». Эти пунктом часто пренебрегают, но совершенно зря. Если ваш учредитель или директор не понимает разницу между хеджированием и спекуляцией, то в случае неэффективного хеджа вас могут уволить... Если ты выиграешь, т.е. угадаешь курс и заработаешь доход, все воспримут этот факт как само собой разумеющееся. Если проиграешь, будешь виноват. Потому что у собственников сработает естественная жадность – упущенные возможности будут считать убытками» [2].

Также и Сафонова Т.Ю. отмечает следующее: «... если ситуация на рынке обратная, и хеджируемый рыночный показатель движется в благоприятную для хеджера сторону, то этот дополнительный непредвиденный доход поглощается убытком, который генерируется хеджирующим инструментом. При этом зачастую дополнительный доход по активу будет получен в некотором более или менее отдаленном будущем, а убытки приходится погашать в текущем периоде, например, если в качестве хеджирующего инструмента применяются биржевые инструменты или внебиржевые инструменты с регулярными промежуточными платежами. Зачастую эти выплаты компании определяют как плату за хедж, и в зависимости от рыночной ситуации могут счесть ее чрезмерной...» [3, с. 239].

В целом авторы относительно хеджирования рисков отмечают следующее. «На основе детального анализа текущей ситуации можно принять решение в части хеджирования и используемых для этого деривативов, дат «входа» и «выхода» из хеджирующей позиции, объема хеджирующей позиции» [4, с. 54]. Идея упущенной выгоды при хеджировании рисков с помощью деривативов позволяет разделить все стратегии хеджирования на две группы [4, с. 53]:

- статическое хеджирование – подразумевает единовременное хеджирование всей позиции на требуемый срок без дальнейшего пересмотра используемых инструментов, их количества и других параметров;

- динамическое хеджирование – предполагает хеджирование риска «по частям», то есть регулярный пересмотр хеджирующей позиции, в том числе используемых инструментов и их параметров, и заключением новых сделок.

Отметим, что в практике хеджирования рисков соотношение объемов объекта и инструмента хеджирования 1:1, соответствующее характеристике статического хеджирования, не считается оптимальным. Как отмечает Лакшина В.В., выделяют четыре подхода к нахождению оптимального коэффициента хеджирования [5, с. 157]:

- компромисс между средним значением доходности и дисперсией;
- максимизация ожидаемой полезности инвестора;
- минимизация среднего обобщенного коэффициента Джини;
- минимизация дисперсии портфеля – самый простой и часто встречающийся на практике способ расчета коэффициента хеджирования (коэффициент хеджирования с минимальной дисперсией можно представить как ковариацию доходности хеджируемого портфеля и доходности самого хеджа, деленную на дисперсию доходности хеджа [6, с. 96]).

Цель динамического хеджирования можно сформулировать следующим образом: оставить нехеджированным некоторый объем реальных денежных потоков, чтобы достичь определенных целевых показателей (минимальная дисперсия, оптимальное соотношение риск-доходность и т.д.). Однако в любом случае оптимальный коэффициент хеджирования не должен превышать 1, так как в противном случае позиция по деривативу не сможет быть полностью компенсирована противоположным денежным потоком по объекту хеджирования, что создает спекулятивную позицию.

Таким образом, основная особенность хеджирования рисков с помощью деривативов заключается в очень тонкой грани между собственно хеджированием и спекулятивными операциями. С точки зрения фундаментальной теории данный вопрос рассмотрен таким автором, как Буренин А.Н.: «... современный взгляд на хеджирование теоретически открывает хеджеру возможность снизить цену, уплачиваемую спекулянту за риск, за счет более качественного анализа информации. Однако вряд ли можно согласиться с данной мыслью, поскольку ожидание получения прибыли от хеджирования превращают хеджера в спекулянта ... Если говорить о снижении цены хеджирования за счет более качественной информации, то этого можно достигнуть только за счет выбора более оптимальной стратегии страхования ... однако анализ будущей информации способен принести положительный эффект только очень опытному аналитику, другими словами, спекулянту, который профессионально занимается данным видом деятельности...» [7, с. 73, 76].

Учитывая рассмотренные выше аспекты хеджирования рисков с помощью деривативов, возникает вопрос о целесообразности применения данного способа управления рисками в нефинансовых организациях. В отличие от банков сотрудники финансового и смежных отделов в нефинансовых организациях ориентированы в первую очередь на сопровождение ежедневных операций текущей деятельности, а работа с деривативами – отдельная сфера деятельности, которая требует соответствующей квалификации и дополнительных трудозатрат. В то время как результат хеджирования рисков, который заключается в фиксации будущих денежных потоков на определенном приемлемом уровне, как было продемонстрировано на рисунке 1, оценивается положительно только в случае, если альтернатива без хеджирования связана с убытками. Но для того, чтобы постоянно получать этот положительный эффект необходим профессиональный анализ рыночной ситуации. Отметим, что кроме этого хеджирование рисков с помощью деривативов может иметь положительные эффекты, которые не связаны со сравнением альтернативной ситуации без хеджирования. К ним относятся оптимизация налогообложения, снижение издержек банкротства, повышение инвестиционной привлекательности и стоимости компании (суть данных эффектов остается за рамками данной работы), однако эти эффекты достаточно сложно поддаются оценке. Поэтому при определении необходимости хеджирования рисков с помощью деривативов, а также в дальнейшем при оценке достигнутых результатов можно дать следующие рекомендации для нефинансовых организаций.

1. Хеджирование не стоит воспринимать как абсолютное благо, которое должно применяться в любой организации. Вместо этого лучше изучить отношение руководства и вышестоящих органов к хеджированию рисков с помощью деривативов, а также инве-

стором (инвесторы более склонны поощрять хеджирования в условиях финансовых кризисов и падения рынков, в других случаях хеджирование не будет являться критическим аспектом при принятии решения об инвестировании в ту или иную компанию [8].

2. Основная цель хеджирования с помощью деривативов – это фиксация будущих денежных потоков на определенном приемлемом уровне, а ценность таких действий заключается в том, что устраняется фактор неопределенности, независимо от того, какой результат мог бы быть в альтернативной ситуации без хеджирования (такой подход соответствует в большей степени статическому хеджированию).

3. Если при хеджировании рисков с помощью деривативов существенное значение имеет не только оптимизация рисков, но и потенциальные прибыли или убытки по альтернативной ситуации без хеджирования, то речь идет уже не просто о фиксации будущих денежных потоков, а о необходимости подготовки мнения относительно динамики рыночных переменных в будущем. На основании данного мнения будет приниматься решение о необходимости хеджирования и о том, какую часть планируемых денежных потоков оставить нехеджированной. То есть в данном случае в дополнение к работе по оценке необходимости и выбору инструментов хеджирования добавляется задача профессионального анализа текущей рыночной ситуации и прогнозирование будущего состояния рынка. Нельзя сказать, что эта задача невыполнима, однако определенно она требует соответствующей квалификации, опыта и информационной поддержки, поэтому специалисты по хеджированию имеют достаточно высокие зарплаты. Поэтому хеджирование рисков, направленное на поиск оптимального хеджа связано с дополнительными затратами, которые осуществляются с целью более качественного анализа рыночной информации. Насколько это оправдано в нефинансовой организации – вопрос, на который необходимо дать ответ с учетом конкретной ситуации. Например, Окулов В.Л. приводит следующий ответ одного из управляющих инвестиционным фондом по данной теме: «Когда мы покупаем компанию, мы покупаем ее умение извлекать золото из земли, а не торговать этим золотом на рынке» [9, с. 16].

Таким образом, вопрос о хеджировании рисков с помощью деривативов достаточно сложный как с позиции оценки необходимости, так и с позиции оценки результатов. По нашему мнению, в нефинансовых организациях решающая роль по данному вопросу должна отводиться руководству, а не специалистам финансового отдела. Даже несмотря на то, что сфера деривативов достаточно сложна для изучения, нельзя создавать такую ситуацию, когда инициатива о хеджировании рисков, также как и оценка результатов исходит от непосредственного исполнителя. Более эффективной будет ситуация, когда сотрудники финансового отдела совместно с сотрудниками смежных отделов по заданию руководства подготовят, согласуют и реализуют стратегию хеджирования, а после руководство оценит достижение поставленных целей. Возможно, руководство также примет решение об отказе от хеджирования рисков с помощью деривативов, что, по нашему мнению, также должно расцениваться положительно, так как решающая роль в данном случае снова будет принадлежать руководству, а не исполнителям, то есть будет соблюдаться принцип единоначалия в управлении и коллегиальности в выработке решений.

**Список использованных источников**

1. 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>.
2. Натуральное хеджирование для начинающих – поэтапная технология для начинающих // CFO's territory [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.cfo.by/naturalnoe-hedzhirovanie-valjutnyh/>. – Дата доступа: 03.09.2020.
3. Сафонова, Т.Ю. Управление рисками на рынке производных финансовых инструментов: монография / Т.Ю. Сафонова. – М. : Креативная экономика, 2017. – 398 с.
4. 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 с.
5. Лакшина, В.В. Динамическое хеджирование с учетом степени неприятия риска / В.В. Лакшина // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2016. – Т. 20 (№ 1). – С. 156-174.
6. Жак, Л. Опасные игры с деривативами: Полувековая история провалов от Citibank до Varings, Société Générale и AIG (пер. с англ.) / Л. Жак. – М. : Альпина Паблишер, 2017. – 334 с.
7. Буренин, А. Н. Срочный рынок в макроэкономическом регулировании : дис. ... д-ра. экон. наук : 08.00.01 / А.Н. Буренин. – М., 1997. – 234 с.
8. Паньков, П. И. Влияние хеджирования на стоимость компании / П. И. Паньков // Экономический рост Республики Беларусь: глобализация, инновационность, устойчивость : материалы XIII Международной научно-практической конференции, Минск, 14 мая 2020 г. / М-во образования Респ. Беларусь, Белорус. гос. экон. ун-т ; [редкол.: В.Ю. Шутилин (отв. ред.) и др.]. - Минск : БГЭУ, 2020. - С. 47-48.
9. Окулов, В. Л. Селективное хеджирование ценовых рисков компаниями / В. Л. Окулов // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2015. – №3. – С. 3-20.

Министерство образования Республики Беларусь  
Полоцкий государственный университет

**УСТОЙЧИВОЕ РАЗВИТИЕ ЭКОНОМИКИ:  
МЕЖДУНАРОДНЫЕ И НАЦИОНАЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ**

Электронный сборник статей  
IV Международной научно-практической online-конференции

(Новополоцк, 26 ноября 2020 г.)

*Текстовое электронное издание*

Новополоцк  
Полоцкий государственный университет  
2020

**Устойчивое развитие экономики: международные и национальные аспекты** [Электронный ресурс] : электронный сборник статей IV Международной научно-практической online-конференции, Новополоцк, 26 ноября 2020 г. / Полоцкий государственный университет. – Новополоцк, 2020. – 1 электрон. опт. диск (CD-ROM).

Впервые материалы конференции «Устойчивое развитие экономики: международные и национальные аспекты» были изданы в 2012 году (печатное издание).

Рассмотрены демографические и миграционные процессы в контексте устойчивого развития экономики; обозначены теоретические основы, практические аспекты управления человеческими ресурсами; выявлены и систематизированы драйверы инклюзивного экономического роста в Беларуси и за рубежом; раскрыты актуальные финансовые и экономические аспекты развития отраслей; приведены актуальные проблемы и тенденции развития логистики на современном этапе; отражены современные тенденции совершенствования финансово-кредитного механизма; освещены актуальные проблемы учета, анализа, аудита в контексте устойчивого развития национальных и зарубежных экономических систем; представлены новейшие научные исследования различных аспектов функционирования современных коммуникативных технологий.

Для научных работников, докторантов, аспирантов, действующих практиков и студентов учреждений высшего образования, изучающих экономические дисциплины.

*Сборник включен в Государственный регистр информационного ресурса. Регистрационное свидетельство № 3061815625 от 23.05.2018.*

**№ госрегистрации 3061815625**

**ISBN 978-985-531-720-4**

© Полоцкий государственный университет, 2020



2 – дополнительный титульный экран – производственно-технические сведения

Для создания электронного сборника статей IV Международной научно-практической online-конференции «Устойчивое развитие экономики: международные и национальные аспекты» использованы текстовый процессор Microsoft Word и программа Adobe Acrobat XI Pro для создания и просмотра электронных публикаций в формате PDF.

Компьютерный дизайн обложки *М. С. Мухоморовой*  
Технический редактор *С. Е. Рясова, А. А. Прадидова*  
Компьютерная верстка *Т. А. Дарьянова*

---

Подписано к использованию 27.01.2021.  
Объем издания: 18,8 Мб. Заказ 019.

---

Издатель и полиграфическое исполнение:  
учреждение образования «Полоцкий государственный университет».

Свидетельство о государственной регистрации  
издателя, изготовителя, распространителя печатных изданий  
№ 1/305 от 22.04.2014.

ЛП № 02330/278 от 08.05.2014.

211440, ул. Блохина, 29, г. Новополоцк, Беларусь  
тел. 8 (0214) 53 05 72,  
e-mail: i.pozdnyakova@psu.by