

АНАЛИЗ ПРАКТИКИ ПРИМЕНЕНИЯ ХЕДЖИРОВАНИЯ РИСКОВ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ

П.И. Паньков,

Полоцкий государственный университет имени Евфросинии Полоцкой, Беларусь

Представлены результаты исследования практики применения хеджирования рисков в российских компаниях реального сектора экономики за период с 2010 по 2021 гг.: были проанализированы отчеты по МСФО 15 компаний за указанный период. По результатам анализа установлено, что в реальном секторе экономики Российской Федерации сформировалась обширная практика хеджирования рисков, которая претерпевала изменения в связи с ухудшением экономической ситуации в 2014-2015 гг. и на данный момент характеризуется применением взвешенных стратегий и ориентацией на поиск оптимального баланса между естественным хеджированием и хеджированием на основе деривативов.

Ключевые слова: *хеджирование рисков, деривативы, естественное хеджирование, отчетности, реальный сектор экономики, российские компании.*

В условиях высокой волатильности на мировых рынках на деятельность компаний реального сектора экономики существенное влияние оказывают ценовые и валютные риски, связанные с их основной деятельностью. Значительный потенциал для белорусских организаций в данной сфере кроется в применении инструментов хеджирования указанных рисков: несмотря на ряд шагов по развитию рынка инструментов хеджирования - деривативов и совершенствованию законодательства в области регулирования срочного рынка белорусские организации практически не применяют хеджирование в своей деятельности. Это отчасти обусловлено отсутствием отработанных схем хеджирования и осторожностью белорусских организаций при использовании новых инструментов, обеспечивающих экономическую безопасность. В этой связи актуальным будет исследование уже сложившейся практики применения хеджирования в компаниях Союзного государства – Российской Федерации. В рамках данного исследования будут рассмотрены нефинансовые организации реального сектора экономики Российской Федерации и практика хеджирования рисков на основе отчетности по МСФО за период с 2010 по 2021 гг.

Важной особенностью компаний реального сектора экономики в отличие от банков и инвестиционных фондов является то, что в компаниях реального сектора экономики практически всегда есть реальное движение товарных активов. Это могут быть закупочные или сбытовые операции, связанные с производственной деятельностью. В условиях, когда цены на сырье или готовую продукцию сложно прогнозируемы из-за высокой волатильности биржевых цен и курсов валют, предприятие реального сектора экономики сталкивается с проблемой планирования своей текущей деятельности и реализации инвестиционных программ. Эту проблему позволяют решить различные способы управления рыночными рисками, в том числе и хеджирование на основе деривативов. При этом на рынке деривативов компании реального сектора экономики выступает преимущественно в качестве хеджеров, а не спекулянтов. По этому поводу М. Bartram (2017) на основе исследования, проведенного

среди 6896 фирм из 47 стран, отмечает, 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, с. 34].

Учитывая хеджерскую направленность компаний реального сектора экономики, было проведено исследование практики применения хеджирования в российских компаниях за период с 2010 по 2021 гг., в том числе:

- ПАО «Лукойл»;
- ПАО «Газпром нефть»;
- ПАО «Газпром»;
- ПАО «НК «Роснефть»;
- ПАО «Аэрофлот»;
- ОАО «РЖД»;
- ПАО АК «Алроса»;
- ПАО «ГМК «Норильский никель»;
- ПАО «НЛМК»;
- МКПАО «ОК РУСАЛ»;
- ПАО «Северсталь»;
- ПАО «Транснефть»;
- ПАО «Полюс»;
- ПАО «Новатэк»;
- ПАО «Татнефть».

Среди данных компаний как минимум в одном из отчетов за рассмотренный период была информация о применении деривативов либо хеджирования. При этом некоторые компании могли хеджировать риски с помощью деривативов, но не указывать на это в отчетности, так как обязательно нужно раскрыть такую информацию только когда применяется учет хеджирования. Результаты анализа представлены в таблице.

Информация о применении или неприменении хеджирования рисков российскими компаниями за период с 2010 по 2021 гг., представленная в таблице 1, демонстрирует, что данный способ управления рыночными рисками не является новым для российских компаний и достаточно широко применяется. При этом в 2014-2015 годах наблюдается снижение количества хеджеров, что было вызвано ухудшением экономической ситуации и потребовало от компаний свернуть или пересмотреть свои стратегии хеджирования. Как отмечает Д. Александров, «во время второго сырьевого и курсового провала, в 2014-2015 годах убытки по операциям хеджирования в российском корпоративном секторе составили более 300 млрд рублей. Среди крупнейших – «Роснефть» (122 млрд рублей) и «Транснефть» (76 млрд рублей). Более \$340 млн потерял на барьерном опционе со Сбербанком и свопе с ВТБ «Мечел» [3-4].

Это свидетельствует о востребованности хеджирования как инструмента риск-менеджмента в российских компаниях, но с другой стороны и о необходимости дальнейшего совершенствования корпоративных подходов к практической реализации хеджирующих сделок. На эту же особенность хеджирования рисков в компаниях реального сектора

российской экономики указывают Винникова С.И [и др.]: «рынок хеджирования валютных рисков востребован среди российских компаний, но нередко организации несут убытки от хеджирования финансовыми деривативами» [5].

Таблица. – Анализ применения/неприменения хеджирования рисков российскими компаниями реального сектора экономики за период с 2010 по 2021 гг.

Компания	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ПАО "Лукойл"	Нет	Нет	Нет	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
ПАО "Газпром нефть"	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
ПАО "Газпром"	Нет	Нет	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
ПАО "НК "Роснефть"	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
ПАО "Аэрофлот"	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
ОАО "РЖД"	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
ПАО АК "Алроса"	Да	Да	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
ПАО "ГМК "Норильский никель"	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Нет	Нет	Да	Да	Да	Да
ПАО "НЛМК"	Да	Нет	Да	Да	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Да	Да
ПАО "ОК РУСАЛ"	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
ПАО "Северсталь"	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
ПАО "Транснефть"	Нет	Нет	Нет	Да	Да	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
ПАО "Татнефть"	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
ПАО "Полюс"	Нет	Нет	Нет	Нет	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
ПАО "Новатэк"	Нет	Нет	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да

Источник: собственная разработка на основе отчетности компаний, размещенных в Центре раскрытия корпоративной информации Интерфакс [2].

В своих отчетах рассмотренные компании указывают не только на применение хеджирования с помощью деривативов, но и на возможности естественного хеджирования, которое обеспечивается разнонаправленными денежными потоками. При этом к применению деривативов компании прибегают в тех случаях, когда возможности естественного хеджирования заканчиваются, назначая в качестве объекта хеджирования только часть денежных потоков, которая не может быть компенсирована обратными по своей направленности поступлениями или платежами.

К примеру, в отчетности ПАО «Лукойл» указано следующее: «Компания управляет валютными рисками с использованием комплексного подхода, в том числе применяя механизмы естественного хеджирования, включая управление валютной структурой монетарных активов и обязательств... Торговые операции на международном рынке Группа осуществляет через 100%-ю дочернюю компанию «ЛИТАСКО». При осуществлении торговых операций используются традиционные механизмы хеджирования физических объемов в целях получения гарантированной маржи» [6].

В отчетности ПАО «Газпром» указано: «Кроме того, валютная структура долга Газпрома отражает преобладание валютной составляющей в выручке Группы, что создает естественный хедж с точки зрения обслуживания долга: в случае если курс российского рубля по отношению к доллару/евро снизится, увеличение выплат в рублевом эквиваленте по внешнему долгу будет компенсировано ростом в рублевом эквиваленте валютной составляющей выручки» [7].

В отчетности ПАО «Роснефть» указано: «Компания идентифицирует валютные риски и управляет ими с использованием комплексного подхода, учитывающего возможность применения естественного (экономического) хеджирования» [8].

В отчетности ПАО «Аэрофлот» указано: «Для снижения зависимости финансового результата от рыночного риска ПАО «Аэрофлот» стремится сбалансировать поступления и обязательства по каждой из валют. Ввиду ограниченных возможностей применения операционного (естественного) хеджирования применяется диверсификация долговых обязательств по валютам и долговым инструментам, а также регулярно анализируются варианты финансового хеджирования через производные финансовые инструменты на авиатопливо и курсы валют» [9].

Как видно из данных выдержек из отчетности, данные компании признают значимость естественного хеджирования, используя деривативы в тех случаях, когда естественным образом денежные потоки, подверженные рыночным рискам, не компенсируются в полной мере. Такой подход, на наш взгляд, наиболее обоснован и целесообразен, так как сделки с деривативами в целях снижения рисков могут сами стать источником повышенного риска и значительных убытков. Поэтому важно использовать все имеющиеся возможности для естественного хеджирования и только потом выходить на срочный рынок. В частности, это реализуется и за счет применения учета хеджирования в отношении курсовых разниц – способа достаточно нового и не описанного широко в литературных источниках, но применявшегося в четырех компаниях из рассмотренной выборки.

С другой стороны, потенциал деривативов для снижения рыночных рисков тоже не стоит недооценивать, потому что результаты проведенного исследования свидетельствуют о том, что компании применяли форварды, фьючерсы, свопы и опционы в своей деятельности: из рассмотренных 180 отчетов, в большей их половине было указано на наличие деривативов в той или иной форме, в некоторых случаях производные инструменты применялись не только для хеджирования рисков, но и для получения дополнительного дохода.

Таким образом, представленные результаты исследования практики применения хеджирования рисков российскими компаниями реального сектора экономики свидетельствуют о том, что в Российской Федерации в реальном секторе уже существует широкая практика применения данного способа риск-менеджмента, которая претерпевала изменения вследствие финансовых потрясения, и на данный момент, на наш взгляд, может являться ориентиром для организаций реального сектора экономики в странах ЕАЭС. В частности, для белорусских предприятий будет полезным изучение опыта российских компаний по хеджированию рисков в динамике за последние 10-12 лет, что позволит при разработке собственных стратегий хеджирования использовать передовой опыт российских компаний, сформировавшийся за достаточно длительный период. Также проведенное исследование может быть расширено на больший список российских компаний, применяющих деривативы и хеджирование. Кроме этого интерес для дальнейших исследований представляет изучение конкретных параметров стратегий хеджирования в компаниях одной отрасли и смежных отраслей, а также изменение стратегий хеджирования в условиях санкционного давления и изменения рынков сбыта в 2022 и последующих годах.

Список использованных источников

1. Bartram, S. M. Corporate hedging and speculation with derivatives / S. M. Bartram // Journal of Corporate Finance. – 2019. – Vol. 57. – P. 9-34. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.023>

2. Центр раскрытия корпоративной информации // Интерфакс [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru>. – Дата доступа: 16.09.2022.
3. Неудачная страховка: почему компании терпят убытки от падения нефти и рубля / Д. Александров // Forbes [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.forbes.ru/biznes/338919-neudachnaya-strahovka-pochemu-kompanii-terpyat-ubytki-ot-padeniya-nefti-i-rublya?ysclid=I8ld4b5672524320376>. – Дата доступа: 16.09.2022.
4. Как использование производных финансовых инструментов отразилось на реальном секторе / Д. Терентьева // Ведомости [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2015/07/27/602226-kak-otrazilis-proizvodnie-finansovie-instrumenti-na-realnom-sektore?ysclid=I8ldnh6azz454776917>. – Дата доступа: 16.09.2022.
5. Винникова И. С. Проблемы и особенности хеджирования рисков на валютном рынке России / И.С. Винникова, Е.А. Кузнецова, К.С. Дудина, А.И. Курылев // Карельский научный журнал. – 2017. – №4(21). – С. 153-155.
6. Консолидированная финансовая отчетность по МСФО за 2020 год // ПАО «Лукойл» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://lukoil.ru/InvestorAndShareholderCenter/FinancialReports?ysclid=I8lz4p6xu7280999015>. – Дата доступа: 16.09.2022.
7. Консолидированная финансовая отчетность по МСФО за 2020 год // ПАО «Газпром» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.gazprom.ru/investors/disclosure/reports/2020/?ysclid=I8lz64ulix96299302>. – Дата доступа: 16.09.2022.
8. Консолидированная финансовая отчетность по МСФО за 2020 год // ПАО «НК «Роснефть» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.rosneft.ru/Investors/statements_and_presentations/Statements/?ysclid=I8lz6onwg201372801. – Дата доступа: 16.09.2022.
9. Консолидированная финансовая отчетность по МСФО за 2020 год // ПАО «Аэрофлот» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://ir.aeroflot.ru/centr-otchetnosti/finansovaja-otchetnost/msfo/>. – Дата доступа: 16.09.2022.