

К ВОПРОСУ О РАЗГРАНИЧЕНИИ ДЕРИВАТИВОВ,
ПРИМЕНЯЕМЫХ НЕФИНАНСОВЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ,
МЕЖДУ ХЕДЖЕРСКИМИ И СПЕКУЛЯТИВНЫМИ

П.И. Паньков

*Полоцкий государственный университет имени Евфросинии Полоцкой,
Беларусь*

Рассмотрена проблема определения фактической цели и последствий применения деривативов, когда существует риск перехода или изначальной подмены хеджерских операций спекулятивными. Предложен порядок разграничения деривативов между хеджерскими и спекулятивными, который основан на качественном и количественном критериях, и позволяет точнее установить истинную цель применения деривативов нефинансовыми организациями.

Ключевые слова: деривативы, хеджирование, спекулятивные операции.

Если нефинансовая организация применяет в своей деятельности деривативы (форварды, фьючерсы, опционы или свопы), вероятнее всего цель их использования – хеджирование рисков. Вместе с тем, в работе «Опасные игры с деривативами» [1] Жак Л. приводит ряд случаев, когда хеджерская позиция на практике незапланированно оказывалось спекулятивной и приносила существенные убытки.

В свою очередь Буренин А.Н. отмечает, что «... современный взгляд на хеджирование теоретически открывает хеджеру возможность снизить цену, уплачиваемую спекулянту за риск, за счет более качественного анализа информации. Однако вряд ли можно согласится с данной мыслью, поскольку, как мы уже отмечали, ожидание получения прибыли от хеджирования превращают хеджера в спекулянта. Кроме того ... снижается не цена страхования как таковая, а просто хеджируется только часть базисных активов, оставшаяся же часть остается не хеджированной. Если говорить о снижении цены хеджирования за счет более качественной информации, то этого можно достигнуть только за счет выбора более оптимальной стратегии страхования, так как современный рынок предоставляет значительное разнообразие средств в этом отношении... Оспорить современный взгляд на хеджирование можно еще и с позиций концепции эффективного рынка. ... Данное положение предполагает, что анализ будущей информации повлечет для хозяйственного субъекта только дополнительные расходы,

а с точки зрения результативности его стратегии принесут ему нулевой результат. Анализ будущей информации способен принести положительный эффект только очень опытному аналитику, другими словами, спекулянту, который профессионально занимается данным видом деятельности» [2, с. 76-77].

Таким образом, основная особенность хеджирования рисков с помощью деривативов заключается в очень тонкой грани между собственно хеджированием и спекулятивными операциями. В данном контексте возникает вопрос, о том, как провести разграничение спекулятивных операций и операций хеджирования в процессе разработки функциональных стратегий хеджирования рисков и спекуляций. Рассмотрим этот вопрос более подробно.

Как отмечает Буренин А.Н., «... в теории срочного рынка хеджирование и спекуляции – две стороны одной медали. На крайних полюсах мы видим полное хеджирование и абсолютную спекуляцию. Все промежуточные положения будут в какой-то степени сочетать хеджирование части риска и спекуляцию относительно нехеджированной пропорции риска» [2, с. 73]. Считаем целесообразным отделять операции хеджирования от спекулятивных на основе качественного критерия – отношения планируемого к использованию дериватива к движению денежных потоков, которые возникают в ходе основной деятельности нефинансовой организации. По нашему мнению, этот критерий должен быть формально определен для каждого используемого дериватива на стадии планирования и впоследствии статус данного производного инструмента пересмотру не подлежит. Это позволяет рассматривать результат их применения либо обособленно, либо в соотношении с реальными денежными потоками.

Если связь с реальными денежными потоками компании изначально не предусмотрена – очевидно, что это спекулятивный инструмент, в обратном случае потребуются дополнительные действия для определения того, чем является дериватив (их комбинация) для нефинансовой организации.

Как отмечает Седунов А.Ф., возможны несколько вариантов хеджирования [3, 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.

Как видно из данных замечаний, связь с реальными денежными потоками еще не гарантирует, что деривативы применяются для хеджирования рисков. При хеджировании стоимость объекта (признанного в отчетности актива или обязательства компании, или высоко прогнозируемого денежного потока) и инструмента хеджирования (дериватива) должны двигаться в обратных направлениях и взаимно компенсировать друг друга. Если объем инструмента хеджирования превышает объем объекта хеджирования, то размер данного превышения будет представлять собой спекулятивную позицию.

Для оценки соотношения объемов инструмента и объекта хеджирования используют такой показатель, как коэффициент хеджирования. Заметим, что сопоставление номинальных объемов объекта и инструмента хеджирования (например, 1:1) для целей отграничения спекулятивных и хеджерских операций будет давать адекватные результаты только в том случае, если их сроки и базовые активы совпадают.

Например, «... хеджирование планируемых продаж нефти по фиксированной цене в течение 10 лет (в год по 10 млн баррелей) открытием краткосрочной (30 или 60 дней) длинной фьючерсной позиции на аналогичный объем в 100 млн баррелей, с таким расчетом, чтобы постоянно переносить эту позицию, уменьшая ее на годовой объем продаж (90, 80 и т.д. млн баррелей соответственно), с точки зрения объемов составляет соотношение 1:1. Однако приведенная стоимость прибылей/убытков по 10-летнему форвардному контракту (объекту хеджирования) значительно меньше приведенной стоимости фьючерсного контракта с исполнением через 30 или 60 дней» [1, с. 96].

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 [4, 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 [1, 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. На рисунке 1 представим порядок разграничения деривативов, применяемых в нефинансовых организациях, между хеджерскими и спекулятивными.



* – если сроки и виды базового актива не совпадают, необходима дополнительная оценка степени взаимной компенсации объекта и инструмента хеджирования

Рисунок 1. – Предлагаемый порядок разграничения деривативов, применяемых нефинансовыми организациями, между хеджерскими и спекулятивными

Источник: собственная разработка.

Указанный на рисунке 1 случай поиска оптимального коэффициента хеджирования имеет в своей основе спекулятивную направленность: формируется мнение о будущих ценах на наличном и срочном рынках, на основе которого принимается решение о том, чтобы оставить часть риска нехеджированной.

Но в данном случае любой результат по деривативу должен быть полностью компенсирован обратным результатом по объекту хеджирования. Поэтому такие операции не подвергают компанию повышенному риску, как чисто спекулятивные действия. Относительно порядка отнесения деривативов к операциям хеджирования или спекулятивным операциям, представленного на рисунке 1, необходимо сделать еще одно замечание о хеджировании продаж опционов. Поскольку размер получаемой премии относительно невелик, то лицо, осуществляющее данную стратегию, должно иметь ожидания в отношении будущей цены спот, чтобы не понести убытки. Однако в таком случае, как отмечает Буренин А.Н «... мы вновь сталкиваемся не с хеджером, а со спекулянтом, дозирующим свой риск. Изначально в данной стратегии присутствует риск и поэтому лицо, соглашающееся на такие действия, уже не может расцениваться как хеджер, а только как спекулянт [2, с. 76]». Таким образом, предложенный порядок разграничения деривативов, применяемых нефинансовыми организациями, между хеджерскими и спекулятивными позволяет просто и эффективно разграничивать используемые деривативы по соответствующим группам.

На практике применение предлагаемого порядка разграничения деривативов, применяемых нефинансовыми организациями, между хеджерскими и спекулятивными будет основываться на оценке степени компенсации изменения стоимости объекта хеджирования изменением стоимости инструмента хеджирования (дериватива) по данным бухгалтерской (финансовой) отчетности. Так как переоценка рыночной (справедливой) стоимости всех деривативов производится как минимум на все отчетные даты. По результатам этой переоценки можно оценить, насколько эффективно изменение стоимости дериватива компенсирует изменение стоимости объекта хеджирования. При этом в случае, если применяется учет хеджирования, такая оценка эффективности хеджирования будет обязательным требованием.

Список использованных источников

1. 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.
2. Буренин, А.Н. Срочный рынок в макроэкономическом регулировании : дис. ... д-ра. экон. наук : 08.00.01 / А.Н. Буренин. – М., 1997. – 234 с.
3. 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 с.
4. 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.