

Развитие хеджирования с помощью производных финансовых инструментов в России

Научный руководитель – Паршинцева Лидия Сергеевна

Дудко Валерий Вячеславович

Аспирант

Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Россия

E-mail: valeriy9106@mail.ru

Для компаний в открытой диверсифицированной экономике важно учитывать подверженность рыночному риску изменения стоимости активов или финансового результата вследствие колебаний рыночных котировок. Высокая волатильность рыночных цен для компаний с рыночным риском ведет к изменчивости финансового результата и негативно сказывается на устойчивости бизнеса.

Одним из способов управления рыночными рисками является хеджирование с помощью производных финансовых инструментов (ПФИ). Хеджирование предназначено для компенсации потенциальных убытков или прибылей путем формирования позиции в базовом активе, стоимость которой будет расти или падать таким образом, чтобы компенсировать падение или рост стоимости объекта хеджирования. Использование ПФИ позволяет компаниям обеспечить предсказуемость будущих денежных потоков и независимость финансового результата от изменений рыночных цен.

Тема хеджирования актуальна для отечественных предприятий, так как на рынках наблюдается повышенная волатильность. Государство заинтересовано в популяризации хеджирования для поддержания стабильности национальной экономики и устойчивости бизнеса. При этом государство регулирует правила рынка ПФИ, поэтому для корректировки регулирования требуется анализировать факторы, влияющие на применение хеджирования.

В академической литературе освещаются следующие причины хеджирования ([7], [8], [3]):

- 1) позитивный эффект на налоговые расходы, в особенности для прогрессивного налога на прибыль,
- 2) низкие издержки финансовых затруднений благодаря денежным потокам от хеджирования,
- 3) положительное влияние на акционерную стоимость.

Эконометрический анализ в различных статьях показывает смешанные результаты. Например, авторы [4], [5], [6] не обнаруживают, что какой-то фактор является значимым систематически.

Российские исследователи (например, [1]) отмечают неэффективность и низкое качество регулирования рынка ПФИ в РФ. В начале 2000-х годов (по данным [2]) российские предприятия, успешно внедрившие западные принципы инвестиционной деятельности, финансового менеджмента и маркетинга, практически не хеджировали риски. В последние годы в пресс-релизах Райффайзенбанка [9] и Сбербанка [10] утверждается, что хеджирование оказалось эффективным в периоды волатильности на рынках и помогло компаниям минимизировать последствия рыночных рисков. Тем не менее, доля российских предприятий, использующих хеджирования, остается низкой.

Важно учитывать, что сама по себе сделка хеджирования может генерировать положительный или отрицательный денежный поток. Одновременно объект хеджирования

переоценивается, что приводит ко встречному отрицательному или положительному финансовому результату. Например, суммы платежей по импортным контрактам российских компаний, выраженные в рублях, положительно зависят от валютного курса. Чем выше курс, тем больше платеж по контракту - прибыль компании снижается при росте валютного курса и повышается при падении. ПФИ валютный форвард позволяет зафиксировать курс покупки валюты на сумму предстоящего платежа. Если к моменту платежа фактический курс растет выше зафиксированного, то компания с помощью форварда покупает валюту по курсу ниже рыночного, то есть получает прибыль, если же курс снижается ниже зафиксированного - убыток. При этом обязательства по контракту в иностранной валюте также переоцениваются: снижение курса удешевляет обязательства, а повышение - удорожает, то есть финансовый результат от объекта хеджирования зеркален к финансовому результату от хеджирования.

Таким образом, хеджирование не является источником дополнительной прибыли, а выступает средством ее стабилизации. В связи с этим предлагается конкретизировать подходы к хеджированию, связанному с увеличением стоимости бизнеса, исследованные в литературе. Акционерная стоимость растет не из-за роста денежного потока при применении хеджирования, а вследствие повышения его предсказуемости и качества управления финансовыми рисками.

Эту гипотезу можно проверить на данных российского рынка для хеджирования валютного риска компании-импортера. Используются ежедневные значения валютного курса, форвардные курсы и стоимости валютных опционов колл на пару доллар США/рубли РФ. Рассматриваются 2 варианта хеджирования: краткосрочное операционное на сроки 3 и долгосрочное стратегическое - 12 месяцев.

Проанализированные выплаты по ПФИ не были статистически значимыми, то есть хеджирование само по себе не создавало дополнительной стоимости. Это подтверждает необходимость рассматривать хеджирование не через призму создания дополнительной акционерной стоимости, а как способ защиты бизнеса от неблагоприятных рыночных изменений. При этом хеджирование может дополнительно влиять на стоимость фирмы за счет предсказуемости денежных потоков, а значит, более прозрачной ценовой политики для клиентов или лучших условий контрактов для деловых партнеров, а также общего улучшения деловой репутации.

Источники и литература

- 1) Киселев, М.В. 2012. Особенности хеджирования валютных рисков в России // Финансы и кредит. No. 16. С. 496.
- 2) Семенюта О.Г., Китаев А. В. 2003. Банковские услуги по организации хеджирования рисков клиентов // Финансовые исследования. No. 7. С. 33-38.
- 3) Allayannis, G. and Weston, J.P., 2001. The use of foreign currency derivatives and firm market value // The review of financial studies. No. 14(1). P. 243-276.
- 4) Aretz, Kevin, and Sohnke M. Bartram. 2010. Corporate hedging and shareholder value // The Journal of Financial Research. No. 33 (4). P. 317-371.
- 5) Bartram, S.M., Brown, G.W., & Fehle, F. R. 2009. International evidence on financial derivatives usage // Financial management. No. 38(1). P. 185-206.
- 6) Judge, A. 2003. The Determinants of Foreign Currency Hedging by UK Non-Financial Firms // SSRN Electronic Journal.
- 7) Mayers, D., & Smith, C. 1982. On the Corporate Demand for Insurance // The Journal of Business. No. 55(2). P. 281-296.

- 8) Smith, C., & Stulz, R. 1985. The Determinants of Firms' Hedging Policies // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. No. 20(4). P. 391-405.
- 9) Райффайзен Банк. Хеджирование рисков помогло бизнесу сохранить выручку на доковидном уровне: <http://www.raiffeisen.ru/about/press/releases/200720/>
- 10) Сбербанк. Корпоративные клиенты стали на 50% чаще хеджировать процентный риск с помощью ПФИ в рамках комплексных предложений Сбербанка: <http://www.sberbank.com/ru/news-and-media/press-releases/article?newsID=57cb3bda-e858-4506-a146-d276335b2760&blockID=7®ionID=77&lang=ru&type=NEWS>