

Основы хеджирования валютных рисков в Республике Беларусь

Ключевые слова:

виды хеджирования, эффективность хеджирования, оптимальность хеджирования, выгода хеджирования, белорусский биржевой валютный срочный рынок.

Первостепенной задачей для обеспечения стабильного функционирования организации и ее выживаемости в условиях повышения рыночных рисков, связанных с увеличением нестабильности экономической среды, является эффективный риск-менеджмент, который невозможен без применения инструментов хеджирования.

Во многих сферах финансово-экономической деятельности организации хеджирование позволяет существенно улучшить ее результаты, среди которых:

- значительное снижение ценового риска, связанного с закупками сырья и поставкой готовой продукции;
- существенная экономия средств на закупку и хранение сырья: хеджирование с помощью производных инструментов позволяет не делать излишних запасов, одновременно вкладывая большие суммы, и не тратить деньги на хранение, опасаясь дефицита сырья или недостаточности средств в наличии при резких изменениях цен, что может повлечь за собой перебои на производстве или даже его полную остановку;
- снижение риска лавинообразных скачков курса национальной валюты по отношению к иностранным, что позволяет заранее прогнозировать рублевую выручку организации вне зависимости от труднопредсказуемого поведения курсов валют;
- уменьшение неопределенности в получении будущих доходов и осуществлении будущих расходов, в результате чего большую определенность и предсказуемость приобретают финансовые потоки, что позволяет осуществлять корректное

планирование и оценивать выгоду инвестиций;

- снижение расходов по привлечению кредитных ресурсов при умелом планировании и знании конъюнктуры рынка;
- высвобождение средств и повышение управляемости организации.

Росс С., Вестерфилд Р. и Джордан Б. отмечают два наиболее важных результата от осуществления хеджирования: «фирма изолирует себя от причиняющих беспокойство мимолетных колебаний цен» и «дает себе маленькую передышку, чтобы адаптироваться к фундаментальным изменениям в условиях рынка» [17, с. 688]. При наличии хорошо налаженного бизнеса, приносящего стабильный доход, одной из главных опасностей является резкое изменение рыночных условий. Хеджирование позволяет зафиксировать в ближайшей перспективе величины объективных конъюнктурных факторов, что даст возможность получить планируемую прибыль, несмотря ни на какие неблагоприятные изменения, пусть и с потерей потенциальной возможности получить сверхприбыль при благоприятных обстоятельствах (а при использовании опционов – и с сохранением этой возможности). Уверенность в завтрашнем дне и наличие времени, необходимого для корректировки деятельности организации при условии изменения обстоятельств, и, соответственно, избежание возможности ее краха даже при самой неблагоприятной ситуации – вот главное, что дает хеджирование.

Хеджирование упрощает финансовое планирование и увеличивает его точность за счет уменьшения волатильности доходов и расходов. Это снижает

вероятность нехватки денежных средств, а поскольку недостаток денег в какой-то момент времени может привести к потере ликвидности, то хеджирование становится необходимым условием стабильной работы организации. Хеджирование устраняет риски ликвидности за счет фиксации финансового потока на определенном уровне или в определенных границах. Тем самым исключается риск банкротства, поскольку одновременно нивелируется риск несбалансированной ликвидности (неплатежеспособности), который порождается разбалансированностью положительного и отрицательного денежных потоков субъекта хозяйствования во времени, и риск рыночной ликвидности, который представляет собой невозможность продать актив по необходимой цене в нужный момент.

В зависимости от сроков исполнения все сделки делятся на спотовые, исполняемые непосредственно после заключения сделки, и срочные, исполняемые в определенный момент в будущем. Хеджирование может осуществляться за счет как первых, так и вторых. Спотовые сделки позволяют исключить риск непредвиденных изменений в будущем за счет заблаговременного характера операции, но при этом требуют больших материальных затрат в связи с уплатой всей суммы в момент заключения сделки. Срочные же операции позволяют осуществить расчет в определенный момент в будущем и тем самым высвободить на установленный период собственные средства или избежать привлечения заемных. Поэтому срочные сделки, представленные производными финансовыми инструментами, являются более эффективными, чем спото-

вые, и потому более популярными инструментами хеджирования, однако для их использования должны быть развиты внебиржевой и биржевой срочные рынки.

Хеджирование в качестве инструментов может использовать также различные оговорки, вносимые в основные договоры. Последние в соответствии с МСФО (IAS) 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка» называются встроенными производными инструментами. Они применяются по согласованию с контрагентом и не требуют наличия специального рынка.

Базовыми производными финансовыми инструментами, на основании которых строятся разнообразные комбинации, являются форварды, фьючерсы и опционы.

Форвард представляет собой контракт, в котором прописано обязательство на покупку или продажу какого-либо актива в будущем по определенной цене. Это внебиржевая сделка, которая заключается напрямую между контрагентами (посредниками могут являться брокеры и дилеры), поэтому основным преимуществом данного вида сделок является гибкость, то есть партнеры могут внести в контракт любые достигнутые договоренности. Основным недостатком форвардов – риск того, что партнер откажется от выполнения условий договора [2; 3; 4; 5; 18; 19].

Общепринятым является мнение о том, что внебиржевой рынок характеризуется повышенными рисками по сравнению с биржевым рынком за счет отсутствия обеспечения по контрактам и многократного превышения объемов внебиржевого рынка. Однако, по оценкам TAVBGgroup, оборот внебиржевого рынка от совокупного объема оборота мирового срочного рынка составляет порядка 45%. При этом по открытым позициям, являющимся в мировой практике индикатором объема операций хеджирования, внебиржевой рынок занимает порядка 89% [20].

В настоящее время в Республике Беларусь присутствуют форварды ОАО «АСБ Беларусбанк», «Приорбанк» ОАО, ОАО «Белагропромбанк», ОАО «Банк БелВЭБ», ЗАО «БСБ Банк». Ряд других банков, несмотря на то, что не проводят активной рекламы заключения таких сделок (в том

числе через официальный сайт), в действительности осуществляют их по индивидуальным запросам своих клиентов. При использовании на практике валютных форвардов удалось получить экономию почти 8% от рыночного курса.

Фьючерс – по сути тот же форвард, только заключается он на бирже и в связи с этим является стандартизированным контрактом со строго определенными количеством, качеством и сроками поставки или расчетов по каждому виду актива. Поэтому при заключении фьючерса согласовываются только цена и количество заключаемых контрактов.

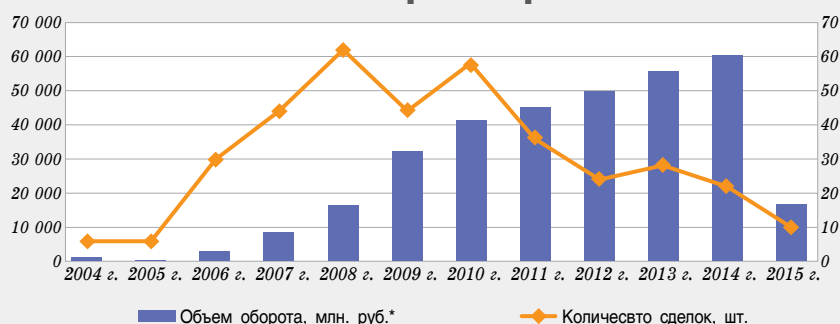
Положительной стороной такой стандартизованности является высокая ликвидность фьючерсного рынка, то есть покупатель или продавец фьючерса уверен, что сможет в любой момент закрыть биржевой контракт путем осуществления офсетной (противоположной изначальной) сделки. С другой стороны, потребности участника сделки не всегда могут быть удовлетворены существующими условиями фьючерсных контрактов и ему приходится искать компромисс между имеющимися рисками и возможностями по их устранению [2; 3; 4; 5; 18; 19].

Преимущество хеджирования на бирже – отсутствие риска недобросовестного партнера, поскольку она является контрагентом по всем сделкам и с целью оградить себя от рисков неплатежей предусматривает внесение гарантийного депозита, с которого или на который ежедневно

перечисляется вариационная маржа, представляющая собой разницу между расчетной ценой (официальной ценой закрытия на этот день) и ценой сделки (оговоренной в момент заключения контракта). В результате владелец биржевого контракта видит свои промежуточные выгоды и потери ежедневно, а владелец внебиржевого контракта – только в расчетный день, но отвлечение средств на поддержание гарантийного депозита делает биржевые инструменты дороже внебиржевых и потому является существенным недостатком [2; 3; 4; 5; 18; 19].

Валютные фьючерсы в Республике Беларусь в настоящее время котируются на срочной секции ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». Анализ динамики развития белорусского срочного рынка, проведенный на основе данных срочного рынка ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» [9], представлен на *рисунке 1*. Объем оборота белорусского срочного рынка вплоть до 2015 г. характеризовался положительной динамикой, но связано это было скорее с падением курса белорусского рубля относительно всех основных валют, чем с активизацией деятельности срочного рынка, поскольку пик деятельности срочного рынка (судя по количеству заключенных за год сделок) приходится на кризисный 2008 г. (62 сделки). Немного динамики добавило в развитие белорусского срочного рынка введение в обращение в 2009 г. еще одного фьючерса на курс евро к доллару США, что

Динамика развития белорусского биржевого валютного и срочного рынка



* В неденоминированных рублях.

Примечание. Собственная разработка на основе данных ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа».

Рисунок 1

позволило увеличить количество сделок, заключенных в 2010 г. (58 сделок). Но поскольку дальнейшие действия по развитию рынка и повышению его ликвидности не проводились, количество заключенных сделок за последние пять лет уменьшилось почти в 6 раз.

Анализ белорусского валютного срочного рынка выявил его абсолютную неликвидность, поскольку сделки на нем до 2011 г. заключались всего 3–4 дня в году, за 2012 г. и 2013 г. – только по 2 дня, в 2014 г. и 2015 г. – по одному дню, а в 2016 г. не было заключено ни одной сделки. Это не дает возможности участникам срочного рынка быть уверенными в том, что в нужный момент они смогут заключить необходимую сделку. Абсолютно исключается возможность эффективно хеджировать на белорусском валютном срочном рынке даже те риски, инструменты для которых уже разработаны.

В период проведения первоначального исследования (на тот момент существовала только срочная валютно-фондовая секция) было выявлено, что главным препятствием на пути организации ликвидного срочного рынка является отсутствие должного стимулирования маркетмейкеров, в обязанности которых входит выставлять каждый день инструменты как на покупку, так и на продажу, поэтому их необходимо заинтересовывать в развитии того или иного инструмента. Положение о маркетмейкерах срочного рынка в ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», утвержденное еще в 2007 г., в соответствии с п. 2.7 предусматривает, что «члену Секции за выполнение им функций маркетмейкера решением Наблюдательного совета биржи могут быть представлены льготы» [15, с. 2]. Такое «вознаграждение» не может стимулировать члена секции значительно увеличивать свои риски, принимая на себя обязанности маркетмейкера. На наш взгляд, стоит воспользоваться опытом российского срочного рынка, где заключаются долгосрочные договоры о выполнении обязательств маркетмейкера, которые, помимо стандартных условий вознаграждения, подразумевают участие выполняющих свои обязательства маркетмейкеров в разделении прибыли, получаемой

биржей по тем инструментам, в поддержании ликвидности которых они участвуют [6], что дает возможность привлечь большое количество желающих осуществлять данные функции.

Необходимость подобного стимулирования маркетмейкеров подтвердил опыт срочной секции ОАО «Белорусская универсальная товарная биржа», при разработке нормативной документации которой был учтен опыт российского срочного рынка, в связи с чем предусмотрена выплата вознаграждения за оказание услуг маркетмейкера, состоящая из фиксированной части и переменной, зависящей от объемов совершенных сделок [10]. Это позволило обеспечить присутствие маркетмейкеров, а следовательно, ликвидность товарному срочному рынку.

Для того чтобы сделать торги более комфортными, менее дорогими для участников и, следовательно, стимулировать их активность, необходимо менять систему организации доступа на торги и клиринговую систему срочного рынка, которые предполагают необходимость дополнительно подавать документы для отдельной регистрации в качестве участника срочных торгов и открывать счет для гарантий по обязательствам срочной секции, что также не способствует созданию ликвидного рынка. Для удобства клиентов должна быть создана клиринговая система, позволяющая:

- осуществлять операции одновременно на наличном и срочном рынках, не переводя средства на отдельный счет для гарантий по срочным операциям;

- вносить в гарантийное обеспечение не только денежные средства, но и другие активы. Так, например, на ОАО «Московская биржа» принимаются в качестве средств гарантийного обеспечения ценные бумаги акционерных обществ [16], что дает возможность участвовать в торгах, не отвлекая денежные средства из оборота.

В соответствии с Национальной стратегией устойчивого социально-экономического развития Республики Беларусь на период до 2030 года «необходимо развитие рынка срочных финансовых инструментов» [7], в Стратегии развития финансового рынка Рес-

публики Беларусь до 2020 года предусмотрено «создание условий для совершения беспоставочных операций в целях хеджирования валютных рисков юридическими и физическими лицами» [14]. Национальный банк уже инициировал расширение практики применения хеджирования валютных рисков для белорусских предприятий и в начале февраля 2017 г. провел семинар «Хеджирование валютных рисков нефинансовых организаций Республики Беларусь», в котором приняли участие специалисты более 70 предприятий страны. С докладами выступили эксперты Национального банка, Министерства финансов, Министерства по налогам и сборам, белорусские ученые, представители банков и Немецкой экономической группы в Беларуси [8].

Однако усилий только Национального банка не достаточно для того, чтобы охватить всех потенциальных хеджеров. План совместных действий государственных органов и участников финансового рынка по повышению финансовой грамотности населения Республики Беларусь на 2013–2018 годы (далее – План) [12] предусматривает разнообразные медийные, административные, образовательные мероприятия, позволяющие повысить осведомленность населения, в том числе и в области рынка ценных бумаг, однако не акцентирует внимания на необходимости развития сектора производных финансовых инструментов и их использовании в целях хеджирования. Интернет-портал, специально созданный для централизованного размещения информации в области финансовой грамотности, размещения информации о финансовом рынке и предоставляемых в Республике Беларусь финансовых услугах, содержит только описание акций и облигаций, поскольку мероприятия, предусматриваемые Планом, ориентированы на фондовый рынок и рядовых граждан, хотя в нем и оговаривается, что под населением понимаются не только рядовые граждане, но и журналисты, и менеджеры организаций и предусматривается, что должны приниматься меры, направленные на создание системы обучения преподавателей, а также на повышение квалификации сотрудников

банков, страховых компаний, профессиональных участников рынка ценных бумаг, социальных работников [12]. Необходимо в программы обучения и повышения квалификации включить материалы по возможностям применения производных ценных бумаг, а для желающих более пристально изучить возможности инструментов срочного рынка биржам необходимо проводить обучающие семинары, причем не только на месте, но и дистанционно (онлайн в сети Интернет). Нужно также дать возможность потенциальным хеджерам участвовать в виртуальных (учебных) торгах, что позволит всем желающим проверить свои знания и попрактиковаться.

Опцион представляет собой контракт, дающий право на покупку или продажу какого-либо актива в будущем по установленной цене. То есть, если при заключении форварда или фьючерса у обеих сторон соглашения возникает обязательство исполнить его в определенный момент в будущем, то в случае сделки с опционом обязательство возникает только у продавца контракта, если покупатель контракта воспользуется своим правом потребовать его исполнения. Поскольку за «право» надо платить, то за опцион уплачивается опционная премия (в мировой практике она обычно составляет от 1 до 5% от суммы сделки). Опцион может быть биржевым или внебиржевым и приобретать качества, присущие каждому виду сделок. Сочетание одновременной покупки и (или) продажи опционов «пут» (опционов на право продажи) и опционов «колл» (опционов на право покупки) дает возможность строить разнообразные коридоры, в пределах которых будущая стоимость базового актива может изменяться, не создавая риска для субъекта хозяйствования.

Главное преимущество опциона состоит в том, что он дает возможность ограничить невыгодные колебания рынка и отказаться от исполнения контракта в случае, если движение рынка произошло в благоприятном направлении, и потому сохраняет неограниченные возможности получения прибыли. То есть посредством опциона финансовый риск устраняется не полностью, но при этом нейтрализуется возможность отклонения

только в худшую сторону. А хеджирование посредством форвардов и фьючерсов ограничивает как отрицательные, так и положительные колебания денежных потоков и устраняет финансовый риск практически в полном объеме [2; 3; 4; 5; 18; 19].

Галиц Л. называет совершенным хеджем сглаживание как выгодных, так и невыгодных изменений финансовой цены, а хедж, который компенсирует только неблагоприятные колебания, превышающие некий порог, но не затрагивает благоприятные, относит к несовершенному [2].

И совершенный, и несовершенный хедж могут приводить к полному и частичному устранению риска, поскольку полное устранение риска возможно только при использовании поставочных инструментов. При заключении расчетных сделок хеджирования, целью которых является компенсация результата, полученного от сделок на наличном рынке, выделяют прямой хедж, который использует контракты срочного рынка на актив, по всем параметрам эквивалентный наличной позиции, подлежащей хеджированию, и перекрестный хедж, который подразумевает заключение контракта на какой-либо другой актив [5]. При прямом хеджировании базисный риск, который остается после операции хеджирования за счет неполной идентичности движения цен инструмента на срочном рынке и цен базового актива на спотовом (наличном) рынке, будет гораздо меньше, чем при применении перекрестного хеджирования, но он все равно будет, поэтому на практике при хеджировании расчетными сделками устранить риск удастся лишь частично. Но Де Ковни Ш. и Такки К. отмечают, что если колебания цен имеющегося контракта схожи с колебаниями цен хеджируемого актива, то затраты, связанные в этом случае с отклонениями в движении цены даже при перекрестном хеджировании, обычно существенно меньше затрат, ожидаемых при отсутствии хеджирования [3].

Устранить базисный (остаточный) риск поможет использование составного хеджа. В отличие от простого хеджа, состоящего из единственного инструмента хеджирования, составной хедж имеет

более одного инструмента хеджирования и, по мнению Маршалла Дж.Ф. и Бансала В.К., позволяет совмещать снижение риска от диверсификации портфеля производных инструментов со снижением риска, присущего хеджированию [5]. Составное хеджирование в большей мере применимо при осуществлении перекрестного хеджирования.

Снижению базисного риска будет также способствовать применение динамического хеджирования. В то время как при статическом хеджировании срок исполнения контрактов подгоняют к сроку конкретных сделок или рисков и последующие корректировки в стратегию не вносятся, динамический хедж позволяет воспользоваться движениями финансовых цен в течение срока хеджа, и организация может использовать благоприятные колебания, чтобы улучшить график своего хеджа. Часто применяемый метод состоит в том, чтобы заставить хедж скользить вверх или вниз, когда финансовые цены меняются в сторону, благоприятную для исходного риска. Если цена актива смещается в пользу исходного риска, то контракты с выгодными ценами исполнения можно профинансировать за счет полученного выигрыша, фиксации выгод и задания нового потолка для максимальных (минимальных) расходов. Хотя динамическое хеджирование и может сопровождаться дополнительными расходами наличности до срока исполнения, они будут более чем скомпенсированы притоком наличности при исполнении. Программы динамического хеджирования удобнее статических, если: контракты на длительные сроки отсутствуют или слишком дороги; основные риски постоянно меняются; компания намерена постоянно оптимизировать свой хедж [2]. Применение динамического хеджирования в большей мере характерно для биржевого рынка, характеризующегося высокой ликвидностью сделок.

Полное или частичное хеджирование выделяется относительно не только степени устранения конкретного риска, но и устранения совокупности финансовых рисков организации. В данном случае полное хеджирование подразумевает

уменьшение всех финансовых рисков, и его основным недостатком являются довольно существенные суммарные затраты на комиссионные брокерам и премии опционов, а частичное (неполное, выборочное, селективное) хеджирование будет направлено на нейтрализацию самых опасных финансовых рисков, и его можно рассматривать как один из способов снижения общих затрат [4; 5; 19].

Четко сформулированные цели хеджирования, определяющие степень нерасположенности производителя к риску, позволят сориентироваться в многообразии видов хеджирования и выбрать наиболее предпочтительные для данного субъекта хозяйствования. Схема выбора видов хеджирования представлена на *рисунке 2*.

Целью хеджирования может являться получение результата, равного намеченному, не ниже или не выше его значения. Относительно поставленной цели после реализации хеджирования будет оцениваться его эффективность, характеризующая степень, в которой он уменьшает риск [1]. То есть эффективность инструмента хеджирования определяется степенью, в которой он уменьшает возможное отклонение от намечен-

ного значения и измеряется как соотношение полученного результата и намеченного (ожидаемого). Поэтому для определения эффективности стратегии хеджирования учитывать нужно то, что планировалось получить в результате хеджирования, а не то, что было бы, если бы операция хеджирования не осуществлялась. И уж если целью было сократить потенциальные убытки, пусть и с потерей потенциальной прибыли, то при наличии стабильного финансового потока эта цель была достигнута.

Относительно сложившейся ситуации оценивается выгодность операции хеджирования, которая будет определяться путем соизмерения результата, полученного в процессе хеджирования, и возможного результата в случае, если бы хеджирование не осуществлялось, и наоборот. Однако хеджирование осуществляется не для получения выгоды, а для оптимизации рисков. Кроме того, необходимо помнить, что данная информация не была доступна в момент принятия решения о хеджировании, поэтому может использоваться исключительно в аналитических целях для усовершенствования методики хеджирования в будущем и не влияет на

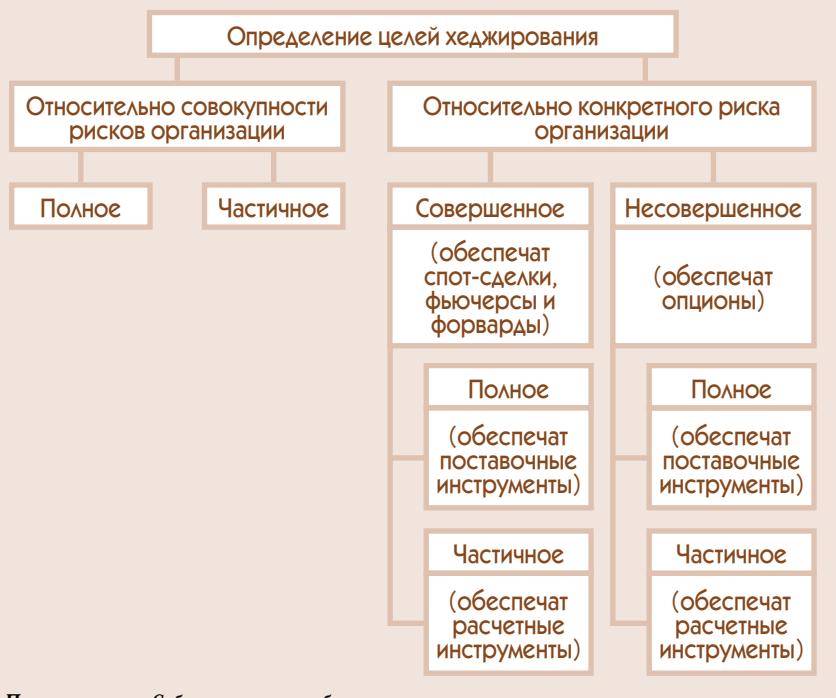
эффективность хеджирования.

То есть самыми важными для суждения о качестве решения о хеджировании являются исходные цели и информация, доступная на момент принятия решения. Поэтому в случае с поставочными сделками эффективность будет не ниже 100%, поскольку хеджер получает товар по заранее оговоренной цене и полученный результат равен ожидаемому. В случае с поставочным опционом, если ситуация на спот-рынке будет более выгодной, можно получить эффективность выше 100%, которая будет и предполагаемой (оцениваемой до начала реализации хеджирования), и фактической.

В случае заключения расчетных контрактов оценить фактическую эффективность можно лишь после завершения операции хеджирования. В момент принятия решения о хедже оценивается предполагаемая эффективность, которая определяется степенью коррелированности движения спот-рынка и срочного рынка. Для ее измерения используется квадрат коэффициента корреляции, который называется коэффициентом детерминации. Он дает точную меру доли исходного риска, которая устраняется хеджированием [1; 5]. Прямой фьючерсный хедж обычно нейтрализует 80% риска [2, с. 440]. В случае перекрестного фьючерсного хеджа эффективность может быть еще ниже, также как и при заключении контрактов на зарубежных рынках, поскольку корреляция белорусского спот-рынка и иностранного срочного рынка будет достаточно низкой. При необходимости конверсии потоков средств в белорусские рубли возникнет дополнительный валютный риск, поэтому необходимо развивать собственный срочный рынок.

Прошлые показатели корреляции могут быть недостаточно качественными индикаторами будущих изменений, особенно если оценивается долгосрочная перспектива. Кроме того, срочный рынок реагирует на изменения спот-рынка с опозданием, поэтому базисный риск, остающийся после использования хеджа, может быть особенно существенным при большом колебании рынков и их склонности к резким большим изменениям. В данных случаях для хеджирования лучше предпочесть либо поставоч-

Схема выбора видов хеджирования



Примечание. Собственная разработка.

Рисунок 2

ные инструменты, либо расчетные опционы, поскольку их эффективность за счет возможности отказаться от исполнения сделки в случае ее невыгодности будет гораздо выше, чем у расчетных фьючерсов, однако в случае исполнения – ниже, чем у поставочных.

Хедж с наибольшей эффективностью не всегда является наилучшим, поскольку каждый хедж имеет свою стоимость, так как требует расходов в форме вознаграждений, комиссионных, спреда между ценами продавца и покупателя, а в случае с биржевыми сделками присутствуют также первоначальная и вариационная маржа. Необходимо сравнивать стоимость и эффективность альтернативных стратегий хеджирования. В сочетании друг с другом эти факторы определяют оптимальный (эффективный) хедж. Оптимальным хеджем является такой хедж, который на единицу стоимости дает максимальное снижение риска [5].

Чем выгоднее условия для хеджера, тем, как правило, дороже обходится хеджирование. Поэтому ему самому надо подобрать оптимальные для себя соотношения стоимости и эффективности, исходя из задач, которые он перед собой ставит, и имеющихся ресурсов. Оптимальный хедж может определяться только в данных условиях для данного субъекта хозяйствования, поэтому на практике должна быть просчитана каждая имеющаяся альтернатива.

Однако в общем случае можно ранжировать существующие инструменты хеджирования по теоретической оптимальности. Как было установлено ранее, поставочные инструменты эффективнее расчетных. Внебиржевые инструменты обычно дешевле (за счет отсутствия первоначальной и вариационной маржи) и эффективнее (за счет точного соответствия контрактов нуждам хеджеров), чем биржевые инструменты. Это объясняет тот факт, что открытые позиции мирового внебиржевого рынка значительно превосходят открытые позиции биржевого, несмотря на то, что первые подвержены риску отказа контрагента от исполнения обязательств.

Следовательно, поставочные внебиржевые инструменты (выше

эффективность, ниже стоимость) будут оптимальнее поставочных биржевых (выше эффективность, выше стоимость) и расчетных внебиржевых (ниже эффективность, ниже стоимость), на последнем месте по оптимальности найдутся расчетные биржевые инструменты (ниже эффективность, выше стоимость). Расчетные внебиржевые инструменты между контрагентами практически не заключаются, такое хеджирование могут осуществлять брокеры и дилеры внебиржевого срочного рынка, которые, по сути, выполняют роль биржи.

Хеджирование может быть также прямым (более эффективное) и перекрестным. Последнее, как правило, осуществляется посредством расчетных контрактов на бирже, поскольку на ней не всегда присутствуют контракты на необходимый актив. Применение составного хеджирования при перекрестном хеджировании позволяет снизить базисный риск, поэтому оно более оптимально, чем простое хеджирование.

Снижению базисного риска при хеджировании расчетными биржевыми сделками способствует применение динамического хеджирования. В то же время статическое хеджирование может осуществляться как на внебиржевом, так и на биржевом рынке, динамическое может быть эффективно использовано только в условиях биржи за счет высокой оборачиваемости контрактов, которая обеспечивается стандартизованностью контрактов и, следовательно, массовостью заключаемых сделок. Поэтому динамическое хеджирование расчетными внебиржевыми контрактами практически не применяется, так же как и динамическое хеджирование поставочными контрактами, поэтому они могут быть исключены из дальнейшего рассмотрения. Динамическое хеджирование расчетными биржевыми контрактами более эффективно, чем статическое. Первое в отдельных случаях (в зависимости от контрактов работников или банков, осуществляющих хеджирование на бирже) может обходиться дороже второго, и тогда их оптимальность приблизительно одинакова, но в целом динамическое хеджирование расчетными

биржевыми контрактами более оптимально, чем статическое хеджирование данными контрактами. Применяется динамическое хеджирование в основном в сочетании с простым хеджированием, поскольку организовать эффективное составное динамическое хеджирование трудно.

Если простое и статическое хеджирование могут осуществляться финансовым отделом организации, то составное и динамическое хеджирование являются более трудоемкими, а динамическое к тому же требует постоянного контроля и анализа рыночной ситуации, для чего либо создается хеджерский отдел, либо заключается договор с банком (банки Республики Беларусь такие услуги пока не оказывают).

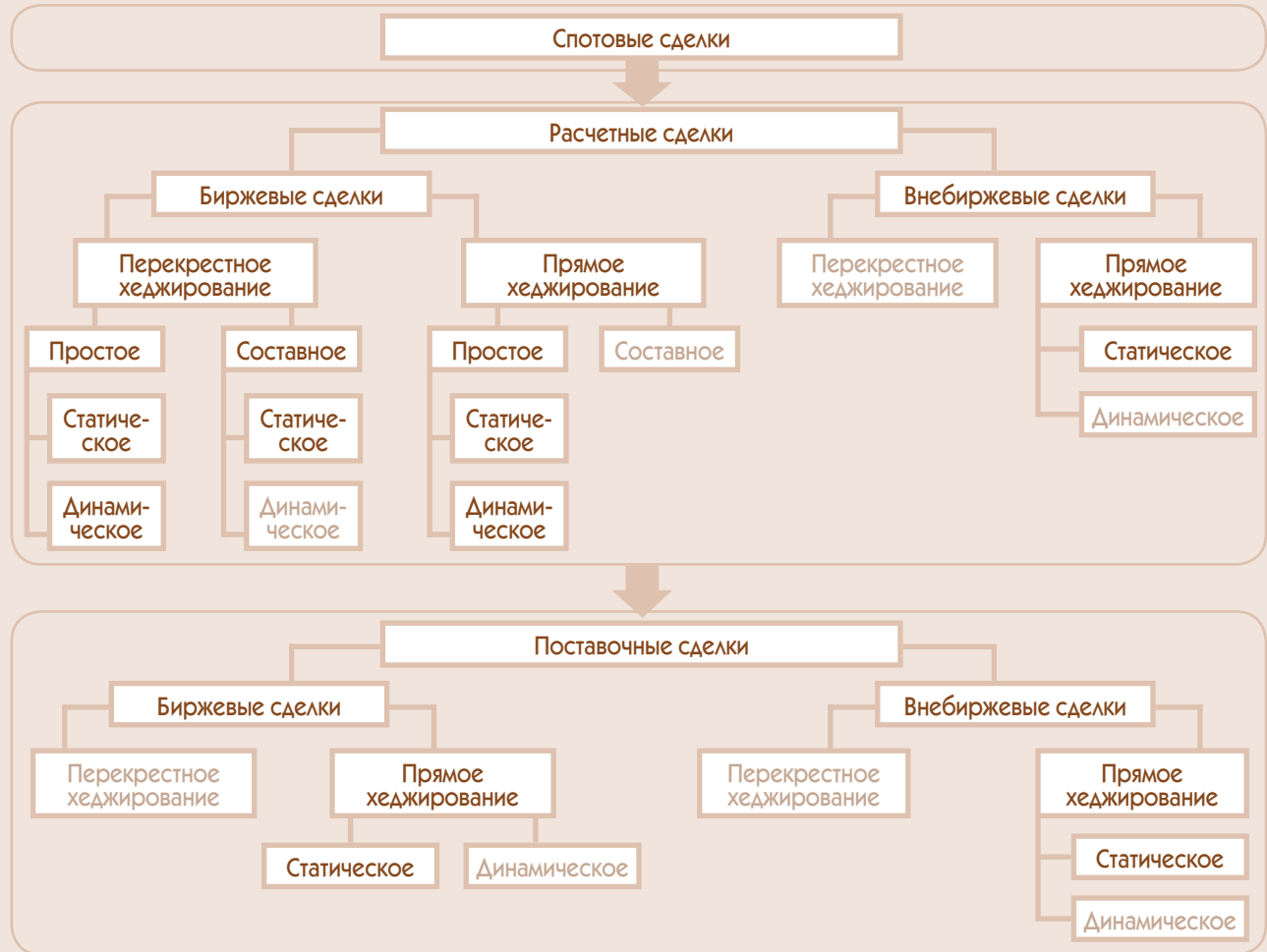
Эффективность наличных (спотовых) сделок относительно поставленных целей будет 100%, однако оптимальность в целом будет гораздо ниже, чем у всех ранее рассмотренных инструментов, поскольку они требуют вложения всей суммы по контракту сразу, а в случае заблаговременной покупки товаров – еще и расходов на их хранение, следовательно, такие сделки наиболее дорогие.

Встроенные производные инструменты являются по сути внебиржевыми сделками хеджирования. Они могут по финансовым последствиям соответствовать определенным производным инструментам и тогда будут иметь аналогичную им оптимальность. В случае если в договоры вносятся нестандартные оговорки, которые могут быть весьма разнообразны, оценить их оптимальность с теоретической точки зрения не представляется возможным.

Все наиболее применимые инструменты хеджирования представлены на схеме, где они расположены в порядке увеличения оптимальности сверху вниз и слева направо (рисунком 3).

Таким образом, теоретическое ранжирование возможных вариантов хеджирования по оптимальности от минимальной до максимальной можно представить следующим образом: спотовые сделки → расчетное биржевое перекрестное простое статическое → расчетное биржевое перекрестное простое динамическое → расчетное биржевое перекрестное составное статическое

Наиболее применимые сделки хеджирования



Примечание. Собственная разработка.

Рисунок 3

кое → расчетное биржевое прямое статическое → расчетное биржевое прямое динамическое → расчетное внебиржевое прямое статическое → поставочное биржевое прямое статическое → поставочное внебиржевое прямое статическое.

Стоит отметить, что на практике соседние виды хеджирования могут по оптимальности меняться местами. В условиях стабильного рынка даже расчетное биржевое прямое динамическое может быть оптимальнее расчетного внебиржевого прямого статического и поставочного биржевого прямого статического. Однако в условиях нестабильности, а особенно в случае возможности резких изменений в поведении факторов риска, использование поставочных фьючерсов и форвардов гораздо оптимальнее использования расчетных, так же как и

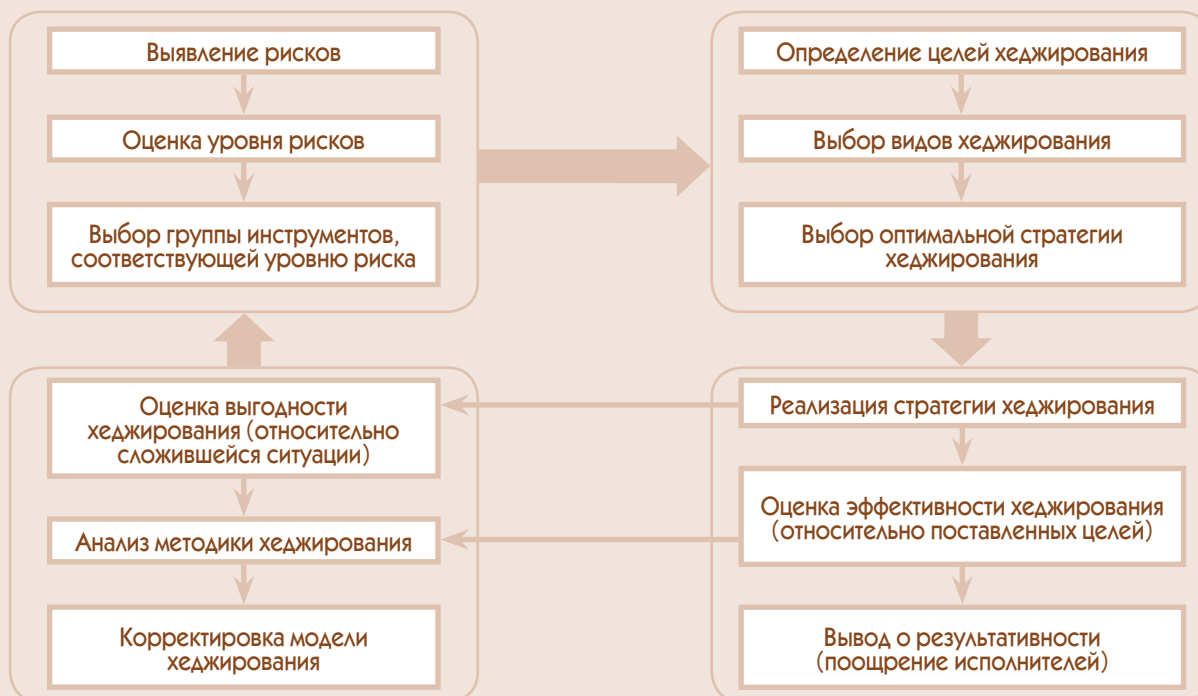
покупка поставочных опционов гораздо оптимальнее покупки расчетных.

Опционы могут казаться слишком дорогими по сравнению с осознаваемым риском, поскольку большинство хеджеров недооценивают подлинные размеры и последствия финансового риска, так как он менее осязаем, чем материальный риск. Поэтому им может казаться, что цена страховки от финансового риска завышена, тогда как в действительности она может быть вполне оправданной в сравнении с истинным уровнем риска. С этой точки зрения, стоимость уменьшения риска должна оцениваться тем же способом, каким оценивается стоимость обычного страхования, т. е. относительно потенциальных потерь [2]. А так как потери могут быть сколько угодно велики, они могут привести к краху хорошо

функционирующую организацию. Однако не стоит забывать о том, что в случае с финансовым риском сколько угодно велики могут быть не только потери, но и прибыль, а существенная упущенная выгода в периоды нестабильности также может неблагоприятно сказаться на стратегическом развитии организации. К тому же высокие значения прибыли создают положительный имидж субъекта хозяйствования и делают его привлекательным для инвесторов, что также способствует его стратегическому развитию. Поэтому, по нашему мнению, при хеджировании катастрофического риска следует учитывать не только эффективность методики, но и ее выгодность.

Перед началом хеджирования необходимо тщательно разработать его модель, которая должна

Комплексная модель хеджирования



Примечание. Собственная разработка.

Рисунок 4

содержать конкретные цели, порядок выявления и оценки рисков, а также подбора оптимальной стратегии хеджирования, лиц, ответственных за ее реализацию, порядок оценки эффективности реализованной стратегии и корректировки модели хеджирования в случае необходимости. То есть модель хеджирования должна содержать всю совокупность внутренних правил и процедур, которые обеспечили бы понимание сущности хеджирования руководством и работниками организации.

Комплексная модель осуществления хеджирования, представляющая собой последовательность необходимых шагов, может быть представлена в виде схемы (рисунк 4).

Инструменты хеджирования и его виды настолько разнообразны, а преимущество настолько явно, что даже при большом количестве имеющихся рисков и небольшом количестве средств, доступных для их устранения, всегда можно подобрать стратегию, которая будет в состоянии обеспечить как полное, так и частичное устранение финансовых рисков как по

конкретной сделке, так и в масштабах организации.

Основным сдерживающим фактором для развития хеджирования в Республике Беларусь является отсутствие соответствующего законодательства для организаций. Ни одним нормативным правовым актом не регламентирован порядок отнесения сделок к сделкам хеджирования. Налоговый кодекс определяет порядок налогообложения сделок хеджирования только для физических лиц. Практически полностью отсутствуют не только правовая и налоговая, но и бухгалтерская регламентации, поскольку МСФО для организаций в сфере хеджирования не разработаны. В результате юридические лица должны проводить эти сделки как обычные расходы без привязки к соответствующим рискам, которые могут, с точки зрения проверяющих, привести к возникновению упущенной выгоды, поскольку если движение рынка произошло в благоприятном направлении, а хеджер фиксировал цену с помощью форварда или почти фиксировал с помощью фьючерса, то без привязки к рискам создается впечатление,

что выручка недополучена, даже несмотря на то, что относительно поставленных целей хеджер добился конкретного результата. А в случае получения дополнительной прибыли по хеджевой сделке эффект от ее осуществления снижается за счет обложения данной суммы налогом на прибыль. Если по сделкам с производными финансовыми инструментами, осуществляемым с целью спекуляции и арбитража, которые нацелены на получение дополнительной прибыли, это закономерно и целесообразно, то по хеджевым сделкам, направленным на снижение риска, это приводит к снижению привлекательности данных сделок для потенциальных потребителей и нежеланию управлять финансовыми рисками посредством инструментов хеджирования. Именно поэтому в мировой практике прибыль, полученная от хеджевых сделок, подпадает под льготное налогообложение.

Стратегией развития финансового рынка Республики Беларусь до 2020 года в рамках развития инструментов хеджирования рисков предусмотрены «совершенствование законодательства

в области обращения и регулирования инструментов срочного финансового рынка; разработка методологии учета операций хеджирования для организаций; формирование при необходимости предложений о совершенствовании налогообложения инструментов срочного финансового рынка» [14, с. 26], поэтому можно ожидать, что в ближайшее время организации смогут использовать преимущества хеджирования финансовых рисков в полной мере.

Конечно, хеджирование требует определенных расходов и в некоторой степени снижает прибыль организации. Однако и главной его целью является не получение выгоды, а защита от

рисков, которые могут привести к краху любую организацию. Такие секундные критерии оценки деятельности организации, как выручка и прибыль, приводят к тому, что руководители организаций, которые не являются их собственниками и получают вознаграждение, зависящее от объемов прибыли за период, а не от долгосрочного роста и стабильности функционирования организации, не занимаются хеджированием рисков, которое эту прибыль может уменьшить. В рыночных условиях, которые на настоящий момент характеризуются повышенной неустойчивостью, будущие финансовые потоки становятся непредсказуемыми и практиче-

ски непрогнозируемыми, поэтому только повсеместное использование хеджирования позволит добиться главной стратегической цели любой организации – стабильности функционирования.

Юлия СИДОРЕНКО,
заместитель декана
учетно-финансового факультета,
доцент кафедры банковского дела,
анализа и аудита Белорусского
торгово-экономического
университета потребительской
кооперации
кандидат экономических наук

* * *

Материал поступил 27.02.2017.

Источники:

1. Абдрахманова, Г.Т. Хеджирование: концепция, стратегия и практика / Г.Т. Абдрахманова. – Алматы: Издательство ЛЕМ, 2003. – 164 с.
2. Галиц, Л. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском / Л. Галиц; пер. с англ.; под ред. А.М. Зубкова. – М.: ТВП, 1998. – 576 с.
3. Де Ковни, Ш. Стратегии хеджирования / Ш. Де Ковни, К. Такки; пер. с англ. Э.М. Гаджиева. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 208 с.
4. Колтынюк, Б.А. Рынок ценных бумаг: учебник / Б.А. Колтынюк. – 3-е изд., перераб. и доп. – СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 2004. – 336 с.
5. Маршалл, Дж.Ф. Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям / Дж.Ф. Маршалл, В.К. Бансал; пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
6. Московская биржа начинает следующий этап отбора маркетмейкеров для участия в долгосрочной программе повышения ликвидности [Электронный ресурс] / ОАО «Московская биржа». – Режим доступа: <http://rts.micex.ru/n1447/?nt=112>. – Дата доступа: 17.02.2017.
7. Национальная стратегия устойчивого социально-экономического развития Республики Беларусь на период до 2030 года [Электронный ресурс] / М-во экономики Респ. Беларусь, ГНУ «Научно-исследовательский экономический институт». – Режим доступа: http://www.economy.gov.by/dadvfiles/001251_893_NSUR2030.pdf. – Дата доступа: 23.02.2017.
8. Национальный банк инициирует расширение практики хеджирования валютных рисков [Электронный ресурс] / Национальный банк Респ. Беларусь. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/Press?id=5934>. – Дата доступа: 19.02.2017.
9. ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bcse.by/>. – Дата доступа: 17.02.2017.
10. ОАО «Белорусская универсальная товарная биржа» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.butb.by/>. – Дата доступа: 17.02.2017.
11. Об утверждении Программы социально-экономического развития Республики Беларусь на 2011–2015 годы [Электронный ресурс]: Указ Президента Респ. Беларусь, 11.04.2011, № 136; в ред. от 20.06.2014 № 287 // КонсультантПлюс. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2014.
12. О плане совместных действий государственных органов и участников финансового рынка по повышению финансовой грамотности населения Республики Беларусь на 2013–2018 годы [Электронный ресурс]: постановление Совета Министров Респ. Беларусь, 17 янв. 2013 г., № 31/1 // КонсультантПлюс. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2014.
13. О программе развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь на 2011–2015 годы [Электронный ресурс]: постановление Совета Министров Респ. Беларусь, 12 апр. 2011 г., № 482/10 // КонсультантПлюс. Беларусь / ЗАО «КонсультантПлюс». – Минск, 2014.
14. О стратегии развития финансового рынка Республики Беларусь до 2020 года [Электронный ресурс]: постановление Совета Министров Респ. Беларусь, Национального банка Респ. Беларусь, 28 марта 2017 г., № 229/6 / Национальный банк Респ. Беларусь. – Режим доступа: http://www.nbrb.by/finsector/P229_6.pdf. – Дата доступа: 20.02.2017.
15. Положение о маркетмейкерах срочного рынка в ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» [Электронный ресурс] / ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». – Режим доступа: <http://www.bcse.by/terminal-market/RegulatoryDocuments.aspx>. – Дата доступа: 09.02.2017.
16. Прием ценных бумаг в качестве средств гарантийного обеспечения [Электронный ресурс] / ОАО «Московская биржа». – Режим доступа: <http://rts.micex.ru/n1447/?nt=112>. – Дата доступа: 15.05.2016.
17. Росс, С. Основы корпоративных финансов / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан; пер. с англ.; под общ. ред. Ю.В. Шленова. – М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2001. – 712 с.
18. Халл, Дж.К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты / Дж.К. Халл; пер. с англ. Д.А. Ключина. – 6-е изд. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007. – 1056 с.
19. Шапкин, А.С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций: монография / А.С. Шапкин. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2003. – 544 с.
20. TABBGroup [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.tabbgroup.com>. – Date of access: 16.02.2016.