

*А. В. Шендерюк-Жидков***К ВОПРОСУ О ДОСТОВЕРНОМ АНАЛИЗЕ
РЕЗУЛЬТАТА ХЕДЖИРОВАНИЯ ХОЗЯЙСТВЕННОГО РИСКА**

48

Отмечается, что предприниматель постоянно сталкивается с проблемой минимизации хозяйственных рисков, при этом оценка эффекта хеджирования риска зачастую значительно затруднена. В статье представлена типология хозяйственных рисков, а также методика снижения рисков колебания цены на товар. Предлагается модель хеджирования открытой позиции, и раскрывается проблема достоверного представления результата хеджирования хозяйственного риска.

An entrepreneur is regularly faced with the problem of reducing potential economic risks; however, the assessment of risk hedging effect is often complicated. This article presents a typology of economic risks and a methodology for commodity risk hedging. The author proposes a model of open position hedging and introduces the problem of presenting hedging results.

Ключевые слова: хеджирование, хозяйственные риски, риск-менеджмент, открытая позиция, фьючерс, предпринимательство.

Key words: hedging, economic risks, risk-management, open position, futures, entrepreneurship.

Общеизвестно, что основной целью предпринимательской деятельности является получение прибыли. Уровень прибыли зависит от уровня риска, который предприниматель в рамках этой деятельности на себя принимает [1]. При выборе предмета своей деятельности он сталкивается с дилеммой: больший риск при большей доходности или меньшая доходность при меньшем риске. И если на короткий срок предприниматель способен находить сферы деятельности, где данное соотношение не соблюдается, то в долгосрочном временном промежутке за счет движения капитала в зону наименьшего риска и наибольшей доходности (а следовательно, постоянно увеличивающейся конкуренции в данной области) доходность корректируется в пользу снижения в менее рискованных операциях.

Хозяйственные риски можно условно разделить на два типа:

- риски, влияние которых на деятельность компании можно точно оценить и соответствующим образом нивелировать;
- риски, влияние которых можно оценить лишь по факту их возникновения, а их потенциальное появление может лишь предполагаться.

Успешность предпринимателя во многом определена его способностью ту или иную опасную ситуацию предотвратить, а риск застраховать. Страхование может иметь как форму создания определенной инфраструктуры предотвращения опасности самим предпринимателем, так и форму передачи риска третьей стороне на основе коммерческих договоренностей.

Развитие механизмов страхования в современных условиях привело, во-первых, к четкой структурированности рисков и контрагентов,



их принимающих, а, во-вторых, к выделению группы рисков, типичных для большого числа предпринимателей, и появлению целой инфраструктуры, позволяющей нивелировать тот или иной риск.

Наибольший интерес в данной сфере вызывает именно процесс страхования (хеджирования) четко оценимых, типичных рисков.

Исследователи выделяют несколько типичных хеджируемых рисков:

- риск изменения базовой цены на товар,
- риск валютных колебаний,
- риск колебания стоимости доставки товаров,
- риск колебания процентной ставки по кредитам.

Способность же нивелировать тот или иной риск зависит, прежде всего, от доступности стандартных инструментов хеджирования. Так, в случае страхования риска изменения рыночной цены на реализуемый предпринимателем товар очень важно, чтобы он был высоколиквидным, с одной стороны, и обладал стандартными потребительскими характеристиками – с другой.

Эти две особенности и позволили предпринимателям со временем разработать механизмы компенсации потенциального ущерба от изменения цены на товар. При этом сначала родилась идея стандартизировать механизмы торговли высоколиквидными похожими по потребительским свойствам товарами, а затем дальнейшее развитие торговых площадок позволило предпринимателям использовать их в качестве инструмента страхования риска [2].

В итоге биржи из площадок торговли товарами превратились в инструмент хеджирования риска колебания цен, а в последующем привлекли спекулятивный капитал, который колебания цен использует как средство дополнительной доходности.

Сегодня существует широкий перечень товаров, которые можно эффективно захеджировать. В основном это сырье (коммодити) – энергетическое, сельскохозяйственное, промышленное и т.д. Все эти товары торгуются на биржах по стандартизированным срочным контрактам, а их высокая ликвидность позволяет участнику торгов покупать их и продавать, не задумываясь о необходимости исполнения этих контрактов. Если еще 20 лет назад фермер нередко возил сою на склады Чикагской торговой палаты (СВОТ), то сейчас физическая торговля в основном привязана к местам, выгодным с логистической точки зрения. Фьючерсы же на Чикаго закрываются за 2 недели до контрактной даты поставки лишь фиксацией прибыли или убытка, превращая их в «бумажное» обязательство.

Процедура хеджирования рисков основана на принципе «обратной сделки»: сделка на физическом рынке получает зеркальное отражение на рынке «бумажном» (биржевом рынке, или рынке деривативов), тем самым включается инструмент компенсации убытка или сверхприбыль от колебания цены [3].

Допустим, предприниматель купил судовую партию (25 тыс. тонн) соевых бобов по цене 400 долларов за метрическую тонну в порту Роттердама. Для того чтобы избежать возможного убытка, он в тот же момент продал фьючерс в Чикагской торговой палате (СВОТ) в эквива-



ленте тех же 25 тыс. тонн по цене, эквивалентной 350 долларам за тонну. Рассмотрим, какой результат получит предприниматель при падении цены (рис. 1).

Chicago Board of Trade				Rotterdam		
покупка	продажа		объем	покупка	продажа	
	цена			цена		
	8 750 000	350	физика	25 000	400	10 000 000
	6 250 000	250	рынок		300	7 500 000
	2 500 000	100	Прибыль/убыток	-100	-2 500 000	

50

Рис. 1. Финансовый результат при падающем рынке

На физическом рынке при падении цены на 100 долларов (до 300 долларов за тонну) убытки предпринимателя составят 2,5 млн долларов. Однако при условии, что на СВОНТ цена также снизится с 350 до 250 долларов за тонну, предприниматель сможет зафиксировать прибыль в 2,5 млн, которая полностью компенсирует его убытки.

В случае роста цены будет происходить обратная ситуация (рис. 2).

Chicago Board of Trade				Rotterdam		
покупка	продажа		объем	покупка	продажа	
	цена			цена		
	8 750 000	350	физика	25 000	400	10 000 000
	11 250 000	450	рынок		500	12 500 000
	- 2 500 000	-100	Прибыль/убыток	100	2 500 000	

Рис. 2. Финансовый результат при растущем рынке

Очевидно, что прибыль от роста цен в Роттердаме будет компенсирована убытком в Чикаго.

Ситуация осложняется, когда предприниматель имеет ряд встречных сделок купли-продажи и при этом не поддерживается паритет между встречными сделками (к примеру, куплен больший объем, чем продан). Такая ситуация обычно называется наличием открытой позиции. В подобном случае нет смысла заключать под каждую сделку встречный фьючерс, а для экономии транзакционных издержек целесообразно рассчитать открытую позицию и захеджировать ее.

Приведем пример подобной ситуации и типовое решение по страхованию товарного риска.



Допустим, компания купила 25 тыс. тонн соевых бобов в Роттердаме по цене 400 долларов за тонну в июле и тут же продала часть из них — 10 тыс. тонн — по цене 420 долларов с поставкой в августе. Очевидно, что в подобном случае, чтобы рассчитать необходимый к хеджированию риск, нужно уменьшить закупленный объем на проданный, в результате останутся открытыми 15 тыс. тонн (табл. 1), по которым риск колебания цен остается, и 10 тыс. тонн, по которым риск нивелирован. Более того, по данному объему фактически уже имеется расчетный результат (200 тыс. долларов), для получения которого предпринимателю необходимо лишь своевременно исполнить контракт.

Таблица 1

51

Расчет открытой физической позиции предпринимателя, т

Контракт	Июль	Август	Всего
Закупка	25 000	—	25 000
Продажа	—	-10 000	-10 000
<i>Итого</i>	<i>25 000</i>	<i>-10 000</i>	<i>15 000</i>

Соответственно «открытые» 15 тыс. тонн могут быть захеджированы на товарной бирже по цене 350 долларов за тонну, и общий товарный риск — открытая позиция — будет отсутствовать (табл. 2).

Таблица 2

Расчет открытой позиции предпринимателя, т

Контракт	Июль	Август	Всего
<i>Физическая позиция</i>			
Закупка	25 000	—	25 000
Продажа	—	-10 000	-10 000
<i>Итого</i>	<i>25 000</i>	<i>-10 000</i>	<i>15 000</i>
<i>«Бумажная» позиция</i>			
Закупка	—	—	0
Продажа	-15 000	—	-15 000
<i>Итого</i>	<i>-15 000</i>	<i>0</i>	<i>-15 000</i>
<i>Всего</i>	<i>10 000</i>	<i>-10 000</i>	<i>0</i>

Если предприниматель занимается, к примеру, переработкой и производит товары, цены на которые также имеют волатильность, но при этом коррелируют со стоимостью сырья, то и в этом случае будет использоваться схема хеджирования открытой позиции, причем позиция дополнится как сырьем, так и производимой продукцией.

В реальной бизнес-ситуации объем сделок, попадающих в расчет позиции, гораздо более разнообразен и по сроку их заключения, и по



товарам, представленным в позиции. Так, открытая физическая позиция среднего переработчика сои (объем переработки — около 3 тыс. тонн в сутки) может составить 100 тыс. тонн, а разброс контрактов по срокам достигать даже нескольких лет. Ниже представлен расчет открытой позиции смоделированного нами среднестатистического переработчика (табл. 3).

Таблица 3

Модель открытой позиции переработчика, т

Контракт	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Всего
<i>Физическая позиция</i>				
Покупка соевых бобов	30 000	50 000	16 000	96 000
Продажа соевого шрота	-20 000	-21 270	-4 500	-45 770
Продажа соевого масла	-4 500	-5 060	-1 240	-10 800
<i>Итого</i>	5 500	23 670	10 260	39 430
<i>«Бумажная» позиция</i>				
Покупка соевых бобов	-5 500	-30 000	-4 000	-39 500
Продажа соевого шрота	—	—	50	50
Продажа соевого масла	—	20	—	20
<i>Итого</i>	-5 500	-29 980	-3 950	-39 430
<i>Всего</i>	0	-6 310	6 310	0

При общей нейтральности позиции видно, что в реальной бизнес-ситуации существует серьезная неравномерность в распределении операций: во-первых, по временной шкале (так, сделки одного месяца могут быть захеджированы фьючерсами другого); во-вторых, часто существует серьезное расхождение между физическими товарами и их обратными сделками (например, длинные бобы могут быть захеджированы коротким шротом). Несмотря на потенциальные трудности, хеджирование открытой позиции должно иметь тот же результат, что и хеджирование отдельных партий, т.е. в целом компенсировать колебания рыночных цен.

Однако несимметричность хеджирования и физических сделок при учете открытой позиции приводит к неравномерному распределению финансового результата и затрудняет анализ предпринимателем итогов своей деятельности. Так, анализ результата хедж-операций обычно регулярно предоставляется предпринимателю в ежемесячных клиринговых отчетах. Денежный же результат хеджирования, напротив, виден ежедневно и не только фиксирует закрытые сделки, но и — в том числе из-за требования биржи вести учет всех активов на основании текущих рыночных цен (mark-to-market) — отражает результат открытых контрактов.

Результат физической сделки, в отличие от хеджирования, можно оценить лишь по факту ее физического исполнения (delivery), а для



полной достоверности — по факту исполнения всеми сторонами всех условий заключенных соглашений.

В итоге финансовые результаты от физических операций и сделок хеджирования появляются в разное время, их нельзя сопоставить по размеру, а главное, несимметричность самих операций приводит к невозможности однозначной оценки каждой сделки в отдельности. Таким образом, основные участники подобного рода сделок вынуждены оценивать результат деятельности по итогам какого-либо значительного периода, например финансового года, без возможности четкого выделения результата той или иной конкретной сделки. Все это затрудняет адекватную оценку предпринимателем его текущей деятельности, а также не позволяет в случае необходимости принять быстрое управленческое решение.

Список литературы

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. 2-е рус. изд. М., 2008.
2. Меламед Л. Бегство во фьючерсы. М., 2010.
3. *Agriculture futures and options. A hedger's self-study guide.* Chicago, 2004.

Об авторе

Александр Владимирович Шендерюк-Жидков — член Правления Калининградской торгово-промышленной палаты, председатель Комитета по налогам, тарифам и развитию ОЭЗ.

E-mail: a.shenderyuk@gmail.com

About the author

Alexander Shenderyuk-Zhidkov, Member of the Board of Kaliningrad Chamber of Commerce and Industry; Chair of the Tax, Tariff and SEZ Development Committee.

E-mail: a.shenderyuk@gmail.com