

Научная статья  
УДК 339.544  
<https://doi.org/10.24158/pep.2021.10.4>

## **Мировая практика хеджирования финансовых рисков в контексте разработки стратегий их нивелирования для российских нефинансовых компаний**

**Виталий Эдуардович Юрченко**

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия,  
[vitalyurchenko@mail.ru](mailto:vitalyurchenko@mail.ru), <https://orcid.org/0000-0001-9773-303X>

**Аннотация.** В статье рассматривается мировая практика хеджирования финансовых рисков с использованием производных финансовых инструментов. Выявлена региональная специфика в определении наиболее релевантных рисков для компаний, используемых инструментах хеджирования, в том числе в части их реализации – биржевой и внебиржевой. Определено место отечественных стратегий хеджирования в глобальной системе координат. Проанализирован инструментарий Московской биржи в части наиболее эффективных деривативов для нивелирования финансовых рисков отечественных компаний реального сектора экономики. В качестве основного приема для определения величины финансовых рисков предлагается расчет стоимостной меры риска – Value at Risk (VAR). Проведен его сравнительный анализ с другими алгоритмами и изложены ключевые шаги в случае применения исторического способа его вычисления.

**Ключевые слова:** хеджирование, фондовый рынок, финансовые риски, мировая экономика, стоимостная мера риска (VAR)

**Для цитирования:** Юрченко В.Э. Мировая практика хеджирования финансовых рисков в контексте разработки стратегий их нивелирования для российских нефинансовых компаний // Общество: политика, экономика, право. 2021. № 10. С. 31–35. <https://doi.org/10.24158/pep.2021.10.4>.

Original article

## **Global practice of hedging financial risks in the context of developing relevant strategies for their leveling for Russian companies in the real sector of the economy**

**Vitaly E. Yurchenko**

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia,  
[vitalyurchenko@mail.ru](mailto:vitalyurchenko@mail.ru), <https://orcid.org/0000-0001-9773-303X>

**Abstract.** The author examines the global practice of hedging financial risks using derivative financial instruments. Regional specificity in determining the most relevant risks for companies and the used hedging instruments, including in terms of their implementation are revealed. The place of domestic hedging strategies in the global coordinate system is determined. Analysis of the MOEX tools in terms of the most effective derivatives for leveling the financial risks of domestic companies in the real sector of the economy is carried out. As the main method for determining the amount of financial risks, the calculation of the value risk measure – Value at Risk (VAR) is proposed. Its comparative analysis with other algorithms is carried out and the key steps in the case of using the historical method of its calculation are outlined.

**Keywords:** hedging, stock market, financial risks, world economy, value at risk (VAR)

**For citation:** Yurchenko V.E. Global practice of hedging financial risks in the context of developing relevant strategies for their leveling for Russian companies in the real sector of the economy // Society: Politics, Economics, Law. 2021. No. 10. P. 31–35. (In Russ.). <https://doi.org/10.24158/pep.2021.10.4>.

Хеджирование финансовых рисков (рыночного, процентного, валютного) первоначально получило распространение на западных рынках с развитой экономикой. Механизм передачи риск-фактора на плечи спекулянтов с использованием производных финансовых инструментов занял важное место в системах риск-менеджмента производственных компаний. Его неотъемлемой частью также является этап расчета собственно величины данных рисков для понимания их значимости и оптимального размера ресурсов для их устранения. Перед разработкой аналогичных стратегий управления финансовыми рисками для отечественных нефинансовых компаний крайне полезно исследовать мировой опыт в данном вопросе.

**Мировая практика хеджирования финансовых рисков и российский опыт: приоритизация и инструменты.** На основе международной практики хеджирования можно выделить процентный и валютный риски как доминирующие факторы, воздействие которых на бизнес-субъекты целесообразно уменьшить с применением производных финансовых инструментов [1]. Однако в мировой практике валютный риск имеет расширительную трактовку и представляет собой комбинацию трех взаимосвязанных факторов:

- транзакционный риск (transaction risk) – риск убытков из-за изменения обменного курса валют;
- учетно-валютный риск (translation risk) – риск уменьшения прибыли бизнеса из-за сокращения балансовой стоимости зарубежных активов и обязательств дебиторов, в частности у дочерних компаний;
- экономико-валютный риск (economic risk) – риск существенного изменения условий ведения бизнеса в иностранной юрисдикции, в том числе ввиду изменений в государственной и/или налоговой политике.

В российской же практике риск-менеджмента регуляторный риск зачастую рассматривается обособленно, хотя и с учетом влияния смежных факторов. В то же время учетно-валютный риск не выделяется отдельно, влиянию динамики валютных курсов именно на структуру баланса компании уделяется меньше внимания, чем отчету о прибылях и убытках. По всей видимости, это может быть связано с меньшей долей по сравнению с западными странами публичных компаний, акции которых котируются на бирже, – для них значения балансовых ковенант весьма важны.

Рыночный риск, несмотря на присутствие в системе риск-менеджмента международных компаний, реже встречается в чистом виде в научных трудах в настоящее время. Алгоритмы его хеджирования достаточно прямолинейны и изучены. Тем не менее он является объектом исследования в ряде работ по инновационным стратегиям хеджирования: например, по выявлению корреляции и хеджированию цен на нефть при помощи деривативов на драгоценные, цветные и черные металлы [2].

Несмотря на различия в классификации, и зарубежная, и отечественная экономические науки солидарны в части наиболее релевантных рисков, управление которыми возможно с использованием деривативов – рыночный (ценовой), валютный и процентный. Однако оценки степени влияния рисков на финансовую устойчивость бизнеса разнятся в зависимости от региона [3, р. 185–199]:

- азиатские компании придают большую значимость регуляторному риску (согласны 35–50 % респондентов), тогда как в развитых западных странах данный риск считают существенным только 15–25 % компаний;
- для европейских и американских хеджеров более важно управление процентным риском, в то время как в Азии большее внимание уделяется валютному (35–45 % считают его критичным);
- западные фирмы более толерантны учетно-валютному риску – около 50 % респондентов заявляют о его низком влиянии на прибыль.

В целом основной задачей хеджирования в Азии является сглаживание колебаний прибыли и недопущение убытков, тогда как бизнес развитых западных стран больше волнует своевременность и достаточность денежных потоков [4, р. 202–211]. Таким образом мировая практика подтверждает, что в экономиках с высокой долей кредитных ресурсов формирование денежных потоков точно в срок и в строго заданном объеме является одним из краеугольных условий успешного существования бизнеса, вместе со стабильностью ставки процента.

В части практической реализации хеджирования на западе склонны сочетать финансовый хедж и операционный, тогда как в Азии отдают предпочтение второму направлению и используют финансовые инструменты как вспомогательное средство нивелирования рисков. В основном это обусловлено тем, что операционный хедж влечет меньшие затраты и более прост для внедрения.

Что же касается конкретных деривативов, то здесь мировая практика более однородна [5, р. 105–109]:

- наиболее часто используются форвардные контракты (их применяют до 90 % компаний во всем мире);
- на втором месте опционы и свопы: на Западе с ними работают 40–50 % игроков, в Азии – около 50–60 %;
- на третьей позиции – фьючерсы, в Азии с ними работают до 25 % хеджеров, в Великобритании и США – около 10 %.

Российский бизнес в целом движется в русле международных практик, однако в плане оценки наиболее важных финансовых рисков склоняется к азиатской точке зрения: волатильность рубля в целом превосходит изменчивость ключевой ставки Центрального банка, что вме-

сте с ощутимой долей импортного оборудования и комплектующих стимулирует уделять большее внимание валютному риску. Однако в условиях ширящейся практики использования банками плавающего процента в кредитных договорах, можно прогнозировать выравнивание важности процентного, валютного и ценового рисков [6].

Мировые подходы к хеджированию рисков на биржевых площадках нашли отражение и в практике крупных компаний на Московской бирже, однако количество таких операций, как и хеджиров – нефинансовых компаний, значительно меньше. Тем не менее, в процессе дальнейшей разработки хеджирования с научной точки зрения в России и совершенствовании инфраструктуры финансовых рынков и роста их ликвидности ожидается расширение использования биржевых деривативов для нивелирования финансовых рисков, особенно посредством цифровых каналов.

**Консолидация международного опыта нивелирования финансовых рисков в контексте разработки методологических подходов к хеджированию отечественными компаниями реального сектора экономики.** На основе результатов исследования мировой практики хеджирования финансовых рисков возможно заключить, что данная деятельность получила большее развитие на западе, нежели в азиатских и иных развивающихся экономиках. Хеджирование используется для страхования не только от неблагоприятной динамики денежных потоков в абсолютном выражении, но и для упорядочения их своевременности для хеджера. Зачастую у международных площадок сложная система организации торгов: большое количество нормативных документов создает индивидуальные особенности торговли для каждого рынка, группы активов, категории участников. Наибольший объем торгов деривативами проходит на биржах, так или иначе относящихся к американскому фондовому рынку, что делает эту сферу в значительной степени монополизированной в глобальном масштабе. Данная консолидация биржевой торговли деривативами в определенной части увеличивает стоимость доступа на рынок: например, на многих площадках даже информация об объеме торгов предоставляется за плату – это затрудняет организацию бизнес-процесса хеджирования для небольших игроков. Несмотря на широкий временной диапазон работы ряда площадок, активная торговля ведется в рабочие часы по местному времени, которое может значительно отличаться для зарубежных хеджеров. В мировой практике объем операций с внебиржевыми инструментами больше, чем с обращающимися на организованных торгах, в том числе к их использованию хеджеры прибегают чаще, хотя это справедливо, в основном, только для крупных корпораций: бизнес среднего размера больше практикует работу со стандартизированными деривативами из-за меньшей сложности и более низких затрат. В части биржевых контрактов наиболее активно применяются фьючерсы и опционы, реже – свопы (у них чаще практикуется внебиржевая форма).

На основе данной информации автором в работе [7] предложены критерии для биржевых площадок и инструментарий, соответствие которым позволяет наиболее эффективно организовать процессы хеджирования финансовых рисков для российских компаний реального сектора экономики. Обоснована целесообразность работы с биржевыми инструментами Московской биржи, а именно – фьючерсными контрактами, для данной категории хеджеров.

Следующий шаг – анализ выбранного инструментария в части соответствия предложенным критериям, результаты которого представлены в составленной автором таблице 1.

**Таблица 1 – Оценка фьючерсов Московской биржи для хеджирования рисков отечественными нефинансовыми компаниями**

Наименование группы фьючерсов	Целевой для хеджирования базовый актив	Ликвидность контрактов	Число контрактов в году	Величина издержек	Итоговая оценка
Валютные	Да	Высокая	Достаточно	Низкая	Высокая
Товарные	Да	Высокая	Достаточно	Низкая	Высокая
Процентные	Да	Низкая	Достаточно	Низкая	Средняя
Фондовые	Нет	Средняя	Достаточно	Низкая	Низкая
Индексные	Нет	Средняя	Достаточно	Низкая	Низкая

Согласно проведенному анализу и статистической информации об объемах торгов [8], использование валютных и товарных фьючерсов Московской биржи представляется наиболее эффективным решением в случае нивелирования финансовых рисков отечественными компаниями реального сектора.

**Методики оценки величины финансовых рисков компаний.** Финансовые риски представляют собой разновидность рисков, размер которых не может быть четко ограничен и определяется волатильностью конъюнктуры риск-факторов, подразумевая вероятностную оценку их величины. Изменение процентных ставок, обменных курсов валют, стоимости сырья может происходить в широких пределах.

В данной ситуации одной из наиболее эффективных метрик для оценки уровня риска является VAR – стоимостная мера риска (англ. Value at Risk). Она представляет собой выраженную в денежных единицах оценку уровня потерь, который не будет превышен с заданной вероятностью в течение заданного периода. Метрика предложена инвестиционным банком J.P Morgan и с тех пор является одним из общепризнанных методологических стандартов (VAR присутствует в том числе в рекомендациях Базельского комитета по оценке рисков и достаточности банковского капитала). Алгоритм расчета представляет моделирование будущих изменений исследуемых показателей, основываясь на их исторических значениях и статистических метриках.

Определим место VAR в ряду алгоритмов, которые также могут быть использованы при оценке финансовых рисков (таблица 2).

**Таблица 2 – Сравнение методов оценки финансовых рисков**

Метод оценки риска	Преимущества	Недостатки
Матрицы последствий	Простота методологии оценки	Низкая точность экспертных оценок влияния рисков
Метод коэффициентов	Прозрачная оцифрованность показателей, презентабельность	Требуются существенные дополнительные расчеты для оценки непосредственно объема хеджирования
Модель CAPM	Учет в модели рыночной волатильности	Возможна субъективность в оценке коэффициентов премий за риск (a, b, c)
Расчет VAR	Учет в модели рыночной волатильности и величины хеджируемых активов/обязательств	Определенная трудоемкость расчетов

Очевидно, что VAR является наиболее оптимальным выбором: метод учитывает не только рыночные колебания, но и оперирует суммой активов или обязательств, которые следует застраховать от пагубного изменения. В случае нефинансовых компаний наиболее целесообразно использовать метод исторического моделирования для вычисления VAR [9]. Расчет проводится в следующей последовательности:

- 1) определение временного горизонта используемой статистики;
- 2) сценарное моделирование будущей динамики показателей;
- 3) денежная оценка сценариев;
- 4) расчет VAR с требуемым доверительным интервалом (перцентилем) и периодом.

По итогам анализа полученных результатов принимается управленческое решение о максимально допустимом уровне риска и горизонте прогнозирования. Таким образом VAR может служить мерой хеджируемого риска и оценки объема хеджирования и затрачиваемых для этой цели средств компании.

**Заключение.** Мировая практика показывает различие в подходах и основных целях хеджирования финансовых рисков в развитых и развивающихся экономиках. В каждой из этих групп хеджирование в первую очередь направлено на устранение наиболее актуальных рисков (в первом случае – процентного, во втором – рыночного и валютного), а также имеет свои институциональные особенности и наиболее применяемые инструменты. Вместе с тем, глобальный анализ позволяет сформировать и подтвердить перечень критериев для площадок и инструментария в случае рассмотрения отечественных компаний реального сектора экономики как субъектов хеджирования. Кроме того, он позволяет предложить VAR как наиболее релевантную метрику для оценки уровня рисков данной категории в целях их дальнейшего хеджирования.

#### Список источников:

1. Hadian A., Adaoglu C. The effects of financial and operational hedging on company value: The case of Malaysian multinationals // Journal of Asian Economics. 2020. Vol. 70. P. 50–58. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2020.101232>; Alexandridis G., Chen Z., Zeng Y. Financial hedging and corporate investment // Journal of Corporate Finance. 2021. Vol. 67. P. 41–57. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101887>.
2. Басовский Л.Е. Прогнозирование и планирование в условиях рынка. М., 2001. С. 84; Mu K., Suvankulov F., Griffiths S. Financial distress and commodity hedging: evidence from Canadian oil firms // Energy Economics. 2021. Vol. 97. P. 100–107. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105162>.
3. Marshall A.P. Foreign exchange risk management in UK, USA and Asia Pacific multinational companies // Journal of Multinational Financial Management. 2000. Vol. 10. P. 185–211. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(99\)00026-2](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(99)00026-2).
4. Ibid. P. 202–211.
5. Mu K., Suvankulov F., Griffiths S. Op. cit. P. 105–109.

6. Петров Е. Банки пускают в плавание. Доля корпоративных кредитов с плавающей ставкой растет [Электронный ресурс] // Деловой Петербург. Новости экономики и финансов СПб, России и мира. URL: [https://www.dp.ru/a/2019/04/25/Banki\\_puskajut\\_v\\_plavanie](https://www.dp.ru/a/2019/04/25/Banki_puskajut_v_plavanie) (дата обращения: 10.10.2021).
7. Юрченко В.Э. Хеджирование финансовых рисков отечественных компаний реального сектора экономики на национальных биржевых площадках // Экономика и управление: проблемы и решения. 2021. Т. 1. № 3 (111). С. 114–119. <https://doi.org/10.36871/ek.up.p.r.2021.03.01.016>.
8. Там же.
9. Халл Д.К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты. М., 2008. С. 600–603; Lei L., Ma N. Foreign Exchange Risk Management in Multinationals: An Empirical Investigation on China, Japan and US [Электронный ресурс] // Digitala Vetenskapliga Arkivet. URL: <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:140523/FULLTEXT01.pdf>.

#### **Информация об авторе**

**В.Э. Юрченко** – аспирант департамента мировых финансов Факультета международных экономических отношений Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия.

[https://elibrary.ru/author\\_items.asp?authorid=924405](https://elibrary.ru/author_items.asp?authorid=924405).

#### **Information about the author**

**V.E. Yurchenko** – PhD Student, International Economic Relations Department, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia.

[https://elibrary.ru/author\\_items.asp?authorid=924405](https://elibrary.ru/author_items.asp?authorid=924405).

Статья поступила в редакцию / The article was submitted 23.09.2021;  
Одобрена после рецензирования / Approved after reviewing 01.10.2021;  
Принята к публикации / Accepted for publication 14.10.2021.