

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Юрченко Виталий Эдуардович

**ХЕДЖИРОВАНИЕ РИСКОВ РОССИЙСКИХ
КОМПАНИЙ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ
ИНСТРУМЕНТОВ БИРЖЕВОГО СЕКТОРА
МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА**

5.2.5. Мировая экономика

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание учёной степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Пищик Виктор Яковлевич,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2023

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать учёные степени кандидата наук, учёные степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 19 апреля 2023 г. в 16:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.103 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 49, аудитория 214.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Толмачев П.И., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Соколова Е.С., д.э.н., профессор;
учёный секретарь – Глебова А.Г., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Абрамов В.Л., д.э.н., профессор;
Авдокушин Е.Ф., д.э.н., профессор;
Балюк И.А., д.э.н., доцент;
Бунич Г.А., д.э.н., профессор;
Кашбразиев Р.В., д.э.н., доцент;
Кузнецов А.В., д.э.н., с.н.с.;
Леонтьева Л.С., д.э.н., профессор;
Логинов Е.Л., д.э.н.;
Навой А.В., д.э.н., доцент;
Перская В.В., д.э.н., профессор;
Пищик В.Я., д.э.н., профессор;
Саввина О.В., д.э.н., доцент;
Сапир Е.В., д.э.н., профессор;
Сильвестров С.Н., д.э.н., с.н.с.;
Стародубцева Е.Б., д.э.н., профессор;
Шкута А.А., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 20 января 2023 г.

Учёный секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.103

А.Г. Глебова

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. В реалиях современного состояния мировой экономики и глобальных рынков стоимость товаров и услуг, основных факторов производства (в частности сырья, капитала) подвержена всё возрастающей волатильности. Одновременно этот процесс находит прямое отражение в изменчивости капитализации компаний, выражающейся в резких колебаниях цены их акций. Возрастает острота реакции международного рынка капитала на различные кризисные явления в мировой экономике (по ряду активов рост волатильности составляет 70% и более). Кроме того, в условиях неопределённости дополнительно обостряется проблема своевременности транзакций: платежей поставщикам и кредиторам, поступления выручки от потребителей продукции и/или услуг, налоговых и иных фискальных платежей. Важным фактором становится не только изменение количественных показателей доходов и расходов, но также и периодов их возникновения, так как любые задержки во времени влекут за собой быстрый рост издержек компании. Эти процессы негативно влияют на уровень прибыли бизнеса и акционеров, величину налоговых поступлений в бюджеты всех уровней, стабильность доходов работников и их социальную защищённость. Обостряется проблема роста рисков акторов мировой экономики, прежде всего финансовых рисков. Структура мировой экономики приобретает всё более заметную градиентность, когда вместо сбалансированного органичного экономического роста она фрагментируется на зоны сверхприбылей и банкротств, периоды образования пузырей и стагнации, сменяющих друг друга во времени.

Вышеописанные тенденции справедливы и для российской экономики, так как она в высокой степени интегрирована в систему международных финансово-экономических отношений. Возможность трансграничного движения капитала, расширение инфраструктуры внешних инвестиций, рост и развитие институтов фондового рынка вместе с очевидными позитивными эффектами обуславливают влияние на отечественную экономику негативных глобальных процессов, обостряющих проблематику финансовых рисков. В дополнение к глобальным

процессам российская экономика имеет ряд характерных особенностей (зависимость курса национальной валюты от мировых цен на нефть и газ, их весомая доля в совокупном национальном экспорте, наличие внешнего санкционного давления и так далее), которые усиливают структурные диспропорции.

Финансовые риски оказывают наиболее пагубное влияние на компании реального сектора экономики, так как они являются основными покупателями различных товарно-материальных ресурсов для производственных процессов, привлекают кредиты для обеспечения своей деятельности, их прибыль напрямую зависит от цены реализации конечной продукции. Однако в большинстве случаев компании реального сектора, в том числе отечественные, обладают достаточно ограниченными возможностями управления финансовыми рисками: обычно они не имеют специально выделенного штата сотрудников для снижения влияния данной группы рисков, у них отсутствуют компетенции по использованию для этой цели различных финансовых инструментов.

Таким образом, актуальность исследования определяется насущной потребностью компаний реального сектора экономики управлять ценовым, валютным и процентным рисками для обеспечения финансовой устойчивости и повышения рентабельности своей деятельности.

Степень разработанности темы исследования. Тематика хеджирования рисков с использованием производных финансовых инструментов (деривативов) в большей степени исследована зарубежными экономистами, чем российскими. Во многом это обусловлено объективными причинами: в российской практике деривативы появились немногим более 20 лет назад, тогда как на западе они получили широкое признание ещё в середине XX века. К наиболее заметным трудам в данной сфере экономической научной мысли можно отнести работы Д. Халла, А. Дамодарана, С. Майерса и Р. Брейли, У. Шарпа и других.

В России тематику хеджирования рисков в своих исследованиях разрабатывают такие учёные и экономисты, как А.Ю. Скороход, А.К. Солодов, М.А. Дмитриева, Е.В. Каляева, В.Т. Борисович, Н.И. Гурвич. Кроме того, в трудах российских экономистов рассматриваются смежные проблемы влияния

глобального долга на устойчивость мировой экономики (Ю.В. Лясникова, Е.Н. Смирнов), влияния глобализации на взаимозависимости национальных экономик (А.В. Навой). Исследование проблем глобальных дисбалансов и их воздействия на мировую экономику, в том числе в части описанных ранее трансформаций, проводится В.Я. Пищиком, М.В. Ершовым, А.В. Навоем.

Тем не менее, возможно констатировать, что тематика конкретной области хеджирования финансовых рисков с использованием инструментария фондового рынка (как биржевого, так и не обращающегося на организованных торгах) требует дальнейшего научного осмысления и выработки рекомендаций по принятию практико-ориентированных решений. Особенно актуальной задача научного обоснования, разработки и эффективного практического использования данного инструментария риск-менеджмента является для компаний реального сектора экономики, в том числе для российских предприятий, с учётом особенностей условий их деятельности.

Цель исследования состоит в разработке теоретико-методических подходов к формированию стратегии хеджирования постоянно возрастающих под влиянием глобальных дисбалансов финансовых рисков отечественных компаний реального сектора экономики с использованием релевантных производных финансовых инструментов биржевого сектора международного финансового рынка.

Для достижения цели исследования поставлен и решён ряд научно-практических **задач**, а именно:

а) раскрыть и систематизировать структурные трансформации (дисбалансы) в части финансиализации современной модели воспроизводства, установить их масштаб и механизмы реализации; провести классификацию и оценить влияние на международный финансовый рынок и на реальный сектор экономики, особенно в части усиления рисков экономической деятельности;

б) структурировать и обобщить характерные особенности российской экономики в контексте тенденций финансиализации и проблемы усиления рисков для их учёта в стратегиях хеджирования;

в) определить и обособить целевые для хеджирования риски компаний, структурировать методы управления рисками в целом и применительно к финансовым риск-факторам; обосновать применительно к российским нефинансовым компаниям наиболее эффективные платформы практической реализации хеджирования и релевантные производные финансовые инструменты;

г) обосновать и развить с учётом существующих разработок и страновых особенностей российской экономики теоретико-методические подходы к составлению и практической реализации стратегии хеджирования финансовых рисков нефинансовыми компаниями, включая её основные этапы: определения и оценки рисков, их устранения, расчёта эффективности хеджа;

д) разработать практические рекомендации по внедрению, поддержанию и развитию корпоративных бизнес-процессов, связанных с хеджированием финансовых рисков, с учётом его отличительных особенностей относительно других методов управления рисками, а также по совершенствованию нормативного регулирования рынка производных финансовых инструментов на национальном уровне в целях развития практики хеджирования.

Объект исследования – финансовые риски компаний реального сектора экономики и их влияние на деятельность хозяйствующих субъектов в условиях глобальных трансформаций в структуре воспроизводства.

Предмет исследования – совокупность экономических отношений, связанных с использованием производных финансовых инструментов биржевого сектора международного финансового рынка и принятием эффективных решений для хеджирования финансовых рисков российских компаний реального сектора экономики.

Область исследования соответствует п. 1. «Мировое хозяйство, его структура, динамика и тенденции развития» и п. 9. «Международные финансовые рынки» Паспорта научной специальности 5.2.5. Мировая экономика (экономические науки).

Научная новизна исследования заключается в выработке концептуальных подходов к хеджированию финансовых рисков отечественными хозяйствующими субъектами с учётом влияния на их деятельность современных глобальных

трансформаций структуры воспроизводства, особенностей российской экономики, использования наиболее оптимальных инструментов и площадок для операций хеджирования, а также разработке и апробации на крупной российской нефинансовой компании ПАО «Аэрофлот» стратегии хеджирования финансовых рисков на площадке Московской биржи. Апробация стратегии реализована посредством математического моделирования хеджирования ценового риска по авиатопливу и валютного риска по долгосрочным обязательствам для ПАО «Аэрофлот».

Теоретическая значимость работы выражается в приращении научного знания и систематизации взаимосвязей в структуре воспроизводства товаров и услуг, кредита, сбережений и инвестиций, а также финансовых рисков деятельности субъектов реального сектора экономики в условиях современных глобальных трансформаций и финансиализации мировой экономики. В исследовании представлены теоретико-методические основы для разработки стратегий хеджирования финансовых рисков деятельности компаний реального сектора экономики посредством их хеджирования.

Практическая значимость работы заключается в разработанных критериях оценки биржевых площадок и производных финансовых инструментов с точки зрения возможности их эффективного использования для хеджирования финансовых рисков российскими компаниями реального сектора экономики. В исследовании предложены конкретные математические модели для оценки величины финансовых рисков, моделирования процесса хеджирования, расчёта его финансового результата и эффективности.

Представлены практические рекомендации по встраиванию хеджирования как бизнес-процесса в корпоративную деятельность, в том числе разработаны рекомендации по наполнению внутренней нормативной документации по данному вопросу, предложен вариант её структуры и внутреннего содержания.

Сформулированы рекомендации по совершенствованию нормативного регулирования отечественного биржевого рынка деривативов для расширения практики хеджирования в целом.

Методология и методы исследования. Методологическая основа настоящей работы представлена общенаучными методами исследования: индукция, дедукция, анализ и сравнение. Дополнительно использованы частные приёмы: математическое моделирование, статистический анализ исторических данных и экономической статистики. Данные методы в их совокупности обеспечивают достоверность полученных результатов и обоснованность сформированных на их основе практических рекомендаций.

Информационная база исследования. Информационно-эмпирическую базу для исследования составляют законодательные и иные нормативные акты в области обращения производных финансовых инструментов в России и за рубежом, научные исследования, монографии и статьи отечественных и зарубежных учёных по исследуемой тематике, статистические данные регуляторов финансовых рынков, таможенных органов (ФТС России), а также государственных служб статистики (Росстат), данные биржевых площадок о результатах проведённых торгов и параметрах торгуемых инструментов (ПАО «Московская биржа», европейские и американские площадки), годовые отчёты и стратегии субъектов реального сектора экономики (ПАО «Аэрофлот», ПАО «НК «Роснефть», АО «Компания «Сухой» и другие), информация и статьи в периодических деловых журналах (РБК, Коммерсант и прочие).

Положения, выносимые на защиту:

а) систематизированы и структурированы современные глобальные дисбалансы, ранее рассматриваемые экономистами обособленно, без учёта комплементарного эффекта: дисбаланс между потреблением и накоплением и дисбаланс глобального долга и внешних инвестиций, усиливающие финансиализацию мировой экономики и обостряющие проблему рисков её субъектов; раскрыт механизм влияния дисбалансов на обострение рисков компаний, что особенно важно для их адекватной оценки и управления (С. 14-16; 34-35);

б) определены страновые особенности, ранее практически не выделяемые в исследованиях корпоративного риск-менеджмента, российских нефинансовых компаний в части приоритезации финансовых рисков и необходимости валютных

корректировок, которые должны быть учтены при разработке для них стратегии хеджирования финансовых рисков, что позволяет в большей степени устранять их негативное влияние (С. 56);

в) получило развитие и уточнение понятие финансовых рисков деятельности субъектов реального сектора экономики в части их характерных черт, детализирующее имеющуюся понятийную категорию финансовых рисков; исследованы и структурированы методы управления рисками, в том числе применительно к финансовым риск-факторам; разработаны и обоснованы структурированные критерии, которым должны удовлетворять производные финансовые инструменты и организованные площадки их обращения (биржи) для наиболее эффективного их использования хеджерами; на основе данных критериев и обобщения мировой практики хеджа сформулировано предложение по использованию для этих целей в случае российских компаний фьючерсных контрактов Московской биржи (С. 44-45; 110-113);

г) сформирована структура корпоративной концепции управления финансовыми рисками во всей совокупности её методов, характерных черт и составных элементов, которые ранее рассматривались преимущественно обособлено друг от друга; разработан вариант стратегии хеджирования на площадке Московской биржи финансовых рисков крупной российской нефинансовой компании: доказана достаточность ликвидности биржи, обоснованы выбранные в стратегии модели оценки рисков посредством их стоимостной меры (VaR), ленточного хеджирования, расчёта его финансового результата и определения эффективности (С. 74-75; 116; 121-123);

д) разработаны практические рекомендации по внедрению, поддержанию, развитию и надлежащему контролю результативности процесса управления финансовыми рисками посредством их хеджирования для российских нефинансовых компаний, тогда как в имеющихся научных работах выделение нефинансовых хозяйствующих субъектов не производится; предложены схема отражения хеджирования финансовых рисков в корпоративных нормативных документах и структура такой документации, сформулированы рекомендации по

совершенствованию нормативного регулирования хеджирования на уровне национальной экономики и расширению его практики (С. 150-155; 157).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность результатов исследования обеспечена использованием официальных и верифицированных источников первичных данных для проведения расчётов и обоснования основных гипотез, описания изучаемых процессов. Все математические расчёты, включая статистические исследования, моделирование процесса оценки рисков, их хеджирования, расчёта его эффективности, графическую интерпретацию результатов для последующих качественных выводов (графики и диаграммы), выполнены с использованием современных программных средств; в процессе вычислений и моделирования использованы контрольные суммы, логические ключи и встроенные средства поиска ошибок для обеспечения их корректности.

Основные положения работы и результаты настоящего исследования прошли научно-практическую апробацию в рамках ряда российских и международных конференций: на VII Международной научно-практической конференции «Социально-экономическое развитие в эпоху трансформации глобального капитализма: природа, противоречия, перспективы» (Москва, Финансовый университет, 6 марта 2020 г.), на XXVII Международной конференции студентов, аспирантов и молодых учёных «Ломоносов» в рамках Международного молодёжного научного форума «Ломоносов-2020» (Москва, Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова, 10-27 ноября 2020 г.), на Всероссийской научно-практической конференции «Красавинские чтения» (Москва, Финансовый университет, 8 декабря 2020 г.), на XV Всероссийской научной конференции молодых учёных «Наука. Технологии. Инновации» (г. Новосибирск, Новосибирский государственный технический университет, 6-10 декабря 2021 г.), на VI Ежегодной международной научно-практической конференции «Процессы трансформации мировых финансов: консервативный или либеральный подход» (Москва, Финансовый университет, 10 декабря 2021 г.).

Полученные в рамках исследования результаты нашли практическое применение при выполнении научно-исследовательской работы по теме «Нормативное правовое регулирование при реализации национального проекта «Международная кооперация и экспорт» (Государственное задание, приказ Финансового университета от 1 апреля 2020 г. № 0654/о). В частности, в качественной оценке роли валютного и ценового финансовых рисков в планировании экспортной деятельности и в финансовой устойчивости компаний-экспортёров.

Материалы исследования применяются в практической деятельности ООО «ТрастЮнион АйЭм» при планировании работы с активами фондов, находящихся в управлении этой трастовой компании и осуществлении риск-менеджмента финансовых рисков: используются предложенные в диссертации модели оценки финансовых рисков, повышающие её точность, учтены рекомендации в части структурирования корпоративной нормативной документации в области управления рисками.

Результаты исследования используются ООО «Корпоративный центр ИКС 5» для оценки финансовых рисков при анализе инвестиционных проектов и выстраивании корпоративной системы управления рисками. Применение предложенной в диссертации модели оценки финансовых рисков позволило увеличить качество расчётов технико-экономических обоснований инвестиционных инициатив, повысить их прогнозную доходность.

Полученные результаты используются Департаментом мировых финансов Факультета международных экономических отношений Финансового университета в преподавании учебных дисциплин «Мировые финансы» и «Международный финансовый рынок».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения диссертационного исследования опубликованы в шести научных статьях общим объёмом 4,0 п.л. (весь объём авторский), в том числе пять работ авторским объёмом 3,75 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определённых ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объём диссертации. Диссертация состоит из введения, трёх глав, заключения, списка литературы, включающего 117 наименований. Текст диссертации изложен на 181 странице, содержит 32 рисунка и 44 таблицы.

II Основное содержание работы

В первой главе определены основные признаки и проявления финансиализации мировой экономики, а именно общая тенденция замещения сбережений как основного источника инвестиций на всех стадиях производственных отношений и торговли на кредитные ресурсы, которая реализуется посредством ряда механизмов:

а) наличной эмиссией денег (программы количественного смягчения, выкуп проблемных активов правительствами и так далее);

б) безналичной эмиссией (рост кредитного портфеля коммерческих банков на фоне возрастания риск-аппетита, в том числе необеспеченное кредитование физических лиц);

в) конструированием и внедрением новых продуктов долговой природы для финансового рынка (субординированные займы, ипотечные сертификаты, структурные продукты и так далее);

г) квазикредитование в форме управления отсрочками платежей, разведения сроков кредиторской и дебиторской задолженности.

Установлено, что основными первопричинами процесса финансиализации мировой экономики являются два типа глобальных дисбалансов: дисбаланс между потреблением и накоплением (способствует необеспеченному потреблению без предварительного сбережения денежных средств), а также дисбаланс глобального долга и внешнего финансирования (поляризация стран на чистых кредиторов и заёмщиков, формирование диспропорций во внешних инвестициях). Эти перекосы способствуют однонаправленному перетоку финансовых ресурсов и факторов производства, формируя своего рода их порочный круг (однонаправленный переток в сторону развитых экономик) в мировой экономике.

Наряду с влиянием глобальных дисбалансов на сферы реального производства и денежно-кредитных отношений раскрыто их воздействие на финансовые рынки по следующим направлениям:

- а) рост объёма абсорбируемой рынком избыточной ликвидности;
- б) увеличение волатильности финансового рынка в условиях его доминирования над реальным производством;
- в) акселерация финансовых рисков компаний;
- г) усиление негативных последствий для хозяйствующих субъектов в случае реализации этих рисков.

Доказано, что в условиях финансиализации экономики ключевым аспектом финансовой устойчивости и прибыльности компаний является не только надлежащий объём, но и своевременность финансовых потоков: поступлений выручки, выплат дебиторской задолженности, платежей по обязательствам. Происходит значительное обострение проблемы финансовых рисков компаний реального сектора экономики-

Термин *финансовые риски* получил развитие в его более узком определении: это риски возникновения убытков вследствие негативного изменения рыночной стоимости факторов производства и/или цены реализации продукции и услуг субъекта экономической деятельности, которые присутствуют как в период экономических кризисных явлений, так и в условиях нормального функционирования финансовых рынков, а управление ими наиболее эффективно посредством производных финансовых инструментов. Раскрыта природа и механизмы реализации каждого из трёх финансовых рисков – валютного, ценового и процентного. Значимость проблемы рисков усиливается вследствие финансиализации мировой экономики, а их устранение более эффективно посредством использования производных финансовых инструментов. Обоснованы теоретико-прикладные модели определения уровня финансовых рисков и оценки ресурсов, которые целесообразно использовать для их снижения.

В целях повышения эффективности разработки предложений по хеджированию рисков для российских компаний определены и систематизированы релевантные особенности отечественной экономики на её современном этапе:

достаточно высокая волатильность курса национальной валюты, высокие ставки процента по банковским кредитам и расширение практики использования переменной ставки процента в кредитных договорах. Фактически процентный и валютный риски перекладываются на плечи заёмщиков, что увеличивает важность их объективной оценки и оптимального управления при разработке стратегии деятельности предприятия.

В современных условиях для отечественных субъектов экономики рациональное управление финансовыми рисками становится насущной проблемой и их хеджирование перестаёт быть опцией для крупных интернациональных игроков. В условиях усиления глобальных дисбалансов и роста финансиализации мировой экономики эффективное управление финансовыми рисками становится неотъемлемой частью стратегии ведения деятельности большинства компаний, особенно из реального сектора экономики.

Во второй главе на основе разработанных теоретико-методических подходов подтверждена практическая возможность и целесообразность оценки через расчёт VaR (от английского термина Value at Risk – потенциальная величина финансовых потерь с заданной вероятностью в случае реализации финансового риска) и хеджирования на Московской бирже финансовых рисков с использованием фьючерсных контрактов, прежде всего с товарными и валютными базовыми активами, российскими компаниями реального сектора экономики.

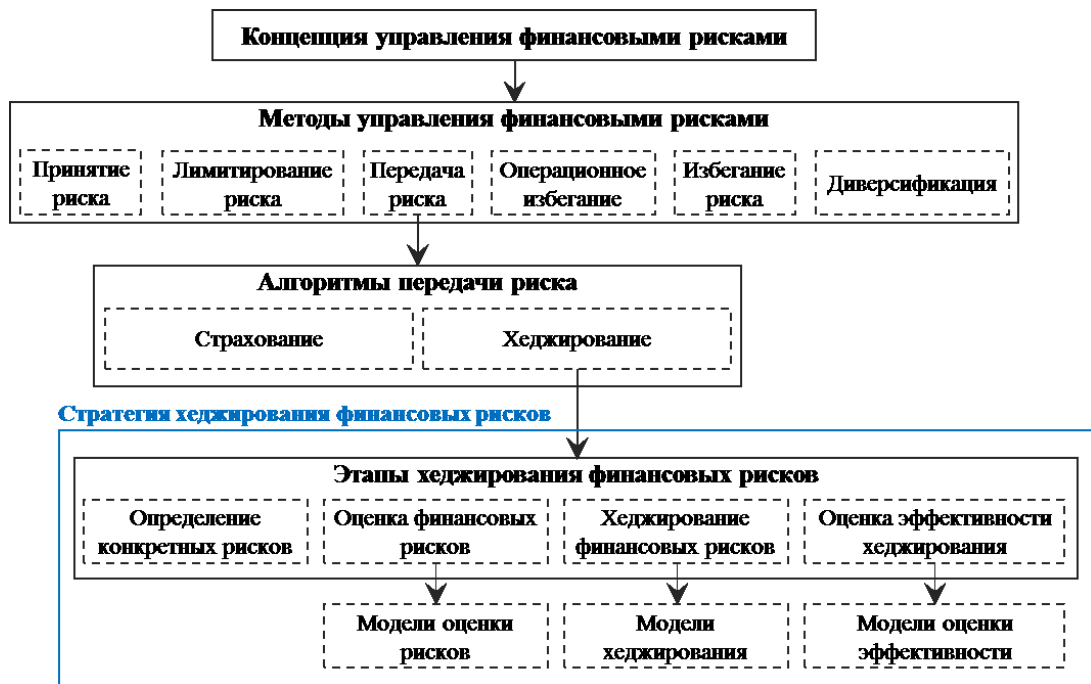
С методологической точки зрения хеджирование рисков компаний представляет собой прикладной алгоритм управления риском путем его передачи, с учетом ряда важных отличительных особенностей по сравнению с другими алгоритмами и методами управления финансовыми рисками, а именно:

- а) гибкость в количестве затрачиваемых на сокращение риска ресурсов;
- б) относительно большое количество участников и контрагентов в процессе хеджирования;
- в) адаптивность к внедрению инновационных подходов в хедж, то есть возможность конструирования индивидуальных стратегий работы;

г) высокая активность и вовлечённость хеджера в управление своей позицией на рынке ПФИ, необходимость работы с ней в режиме реального времени;

д) двойственность используемых для хеджа деривативов: они могут выступать и как средство нивелирования риск-факторов и как спекулятивные инструменты.

Разработана корпоративная концепция риск-менеджмента и сформулировано понятие *стратегии хеджирования* как совокупности его основных этапов (определение рисков, их оценка, непосредственный хедж и оценка его эффективности) вместе с конкретными, выбранными в соответствии со страновыми и корпоративными особенностями компании-хеджера, моделями их реализации, что наглядно представлено на рисунке 1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Методологическая блок-схема управления финансовыми рисками

Обосновано, что возможность управления с использованием деривативов финансовыми рисками обеспечивается внутренним механизмом их ценообразования за счёт тесной взаимосвязи срочного рынка со спотовым (за счёт сходимости цен контрактов на дату экспирации и цен спотовых инструментов).

Обобщён мировой опыт использования инструментария и практик регулирования рисков с применением деривативов, а также проведён

сравнительный анализ особенностей и условий торговли ПФИ на ведущих мировых биржевых площадках и на Московской бирже. Обоснована роль Московской биржи как целевой платформы для управления российскими компаниями реального сектора экономики финансовыми рисками с использованием инструментов срочного рынка. Обоснована роль фьючерсных контрактов, – подробнее в таблице 1, как наиболее релевантных инструментов хеджирования рисков по следующим причинам:

- а) лёгкость формирования стратегий хеджа ввиду стандартизации инструмента;
- б) надёжность операций ввиду наличия центрального контрагента – биржи;
- в) прозрачность и единство нормативно-правовых условий сделок;
- г) низкие транзакционные издержки относительно внебиржевого инструментария и зарубежных биржевых площадок.

Таблица 1 – Оценка фьючерсов Мосбиржи для хеджирования финансовых рисков

Группа фьючерсов	Целевой базовый актив	Ликвидность инструмента	Частота экспирации	Торговые издержки	Общая оценка
Процентные	Да	Низкая	Достаточно	Низкие	Средняя
Фондовые	Нет	Средняя	Достаточно	Низкие	Низкая
Индексные	Нет	Средняя	Достаточно	Низкие	Низкая
Валютные	Да	Достаточная	Достаточно	Низкие	Высокая
Товарные	Да	Достаточная	Достаточно	Низкие	Высокая

Источник: составлено автором.

Доказана оптимальность оценки рисков и требуемых для их хеджирования ресурсов посредством расчёта стоимостной меры риска – VaR, что показано в таблице 2.

Таблица 2 – Сравнение методов оценки финансовых рисков

Модель оценки	Преимущества модели	Недостатки модели
Матрицы последствий	Простота модели оценки рисков	Субъективность и низкая точность экспертных оценок рисков
Модель коэффициентов	Понятная оцифруемость показателей, презентабельность	Требуются объёмные дополнительные расчёты для расчётов сумм хеджирования
Модель CAPM	Учёт в модели оценки рыночной волатильности	Субъективность экспертных оценок коэффициентов премий за риск (a, b, c)
Модель VaR	Учёт рыночной волатильности и сумм хеджируемых активов/обязательств	Некоторая трудоёмкость расчётов

Источник: составлено автором.

Доказана оптимальность оценки рисков и требуемых для их хеджирования ресурсов посредством стоимостной меры риска – показателя VaR. Проведено моделирование и его расчёт применительно к валютному риску при разных горизонтах планирования и доверительных интервалах для компании Airbus.

В третьей главе исследован процесс практического хеджирования финансовых рисков российского хозяйствующего субъекта реального сектора экономики. Выявлены и раскрыты особенности применения в рамках предложенной стратегии управления финансовыми рисками моделей оценки рисков, их хеджирования и расчёта финансового результата, измерения эффективности хеджа. В частности, дана количественная оценка влияния обменного курса рубля к иностранным валютам не только в случае собственно валютных рисков, но также при ценовом и процентном рисках. Данное влияние может существенно изменить как оценку размера риска, так и требуемых ресурсов для хеджирования и его финансового результата. В связи с этим разработаны расчётные формулы, дополняющие соответствующие модели валютной корректировкой, а также проведён расчёт скорректированного VaR с учётом особенностей деятельности российских компаний.

В целях повышения объективности оценки эффективности операций хеджирования предложены наиболее релевантные метрики, которые сгруппированы в две категории, представленные в таблице 3:

- а) измеряющие денежные потоки и их стабилизацию вследствие хеджа;

б) оценивающие различные балансовые мультипликаторы и их динамику.

Таблица 3 – Модели оценки эффективности хеджирования финансовых рисков

Оценочные модели	Достоинства	Недостатки
Измерение денежных потоков	Скорость и простота расчёта. Прямая оценка результативности.	Невозможность прямого использования в финансовом планировании. Меньшая иллюстративность статистических данных.
Оценка мультипликаторов	Возможность оперативного проецирования на финансовую отчётность.	Необходимость набора статистики для повышения качества оценок. Требуется регламентации для исключения субъективности оценок.

Источник: составлено автором.

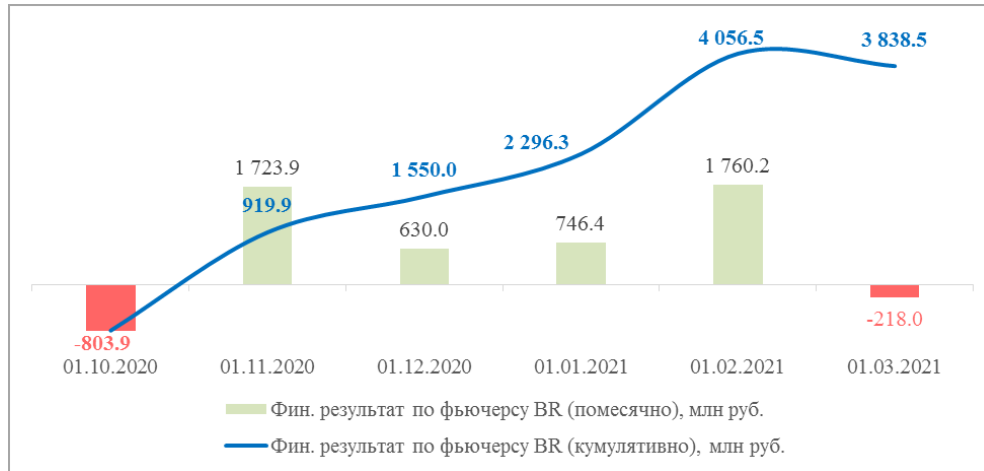
Сравнительный анализ достоинств и недостатков каждой категории метрик показывает, что они могут успешно использоваться обособлено. Вместе с тем, раскрыто взаимодополняющее воздействие различных оценочных метрик подтверждающее целесообразность их совместного использования для комплексной оценки эффективности хеджирования рисков.

В порядке апробации предлагаемой стратегии хеджирования проведено финансовое моделирование хеджа рыночного и валютного рисков для ПАО «Аэрофлот» посредством фьючерсного инструментария Мосбиржи. Общий финансовый итог операций, графически представленный на рисунках 2-3, составляет 3,8 млрд рублей. Моделирование подтвердило достижение требуемых результатов:

а) ликвидности Мосбиржи достаточно для работы с рисками такой крупной компании, как Аэрофлот: следовательно, можно обосновано говорить о её достаточности и для менее крупных субъектов реального бизнеса;

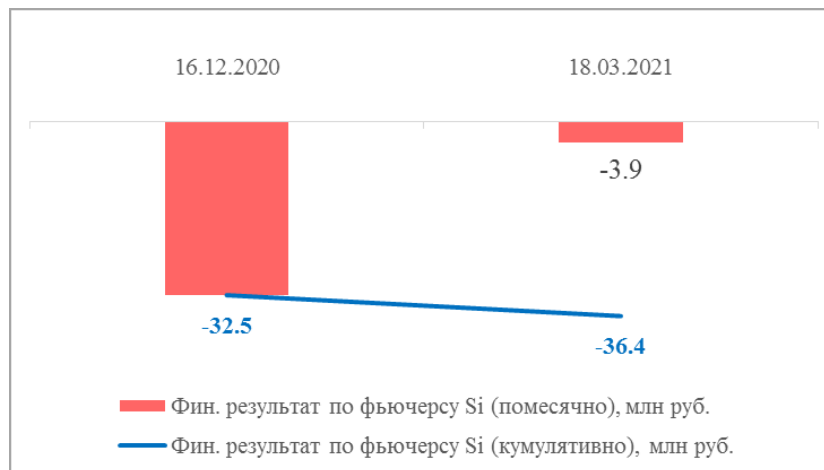
б) использование деривативов для управления финансовыми рисками позволяет сгладить колебания денежных потоков компании во времени и объёме, избежать убытков вследствие неблагоприятной рыночной конъюнктуры, повысить финансовую устойчивость хеджера;

в) связанные с хеджированием расчёты и оценки достаточно просты с технической точки зрения: данный алгоритм передачи риска может быть успешно освоен менеджментом нефинансовых компаний различного уровня.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Финансовый результат хеджирования рыночного риска по затратам на авиатопливо для ПАО «Аэрофлот»



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Финансовый результат хеджирования валютного риска по долгосрочным валютным обязательствам ПАО «Аэрофлот»

На рисунке 2 представлены финансовые результаты хеджирования ценового риска ПАО «Аэрофлот»: положительный эффект достигается уже на втором месяце работы. Хеджирование валютного риска, изображённое на рисунке 3, убыточно ввиду укрепления рубля, и, соответственно, полностью компенсируется на рынке наличной валюты при осуществлении выплат по валютным обязательствам.

На основе проведенного исследования предложены следующие практические рекомендации по внедрению, поддержанию и развитию

корпоративных бизнес-процессов, связанных с хеджированием финансовых рисков компаниями реального сектора экономики:

а) необходимо сформировать профиль компании и составить график её денежных потоков перед началом хеджа, с тем чтобы определить релевантные для хеджирования финансовые риски;

б) инструменты хеджирования должны соответствовать уровню компетенций менеджмента, не следует использовать инструментарий, устройство которого в части образования финансового результата до конца не понятно;

в) важно пресекать попытки спекуляций с использованием деривативов, так как это может привести к серьёзным убыткам для компании-хеджера;

г) деятельность по хеджированию финансовых рисков целесообразно вывести в задачи отдельного самостоятельного внутреннего подразделения компании, с тем чтобы обеспечить наиболее качественную её поддержку; целесообразно также организовать обособленный учёт операционных и финансовых результатов хеджа.

Сформулированы рекомендации для российских нефинансовых компаний по разработке внутренней нормативной документации, регламентирующей хеджирование рисков, а также в части совершенствования нормативного правового регулирования рынка деривативов и расширения практики хеджирования в России в целом.

III Заключение

В современных условиях под влиянием растущей финансиализации мировой экономики усиливаются дисбалансы воспроизводственной модели на глобальном уровне: усиливаются дисбаланс глобального долга и поляризация стран на чистых кредиторов и заёмщиков. В этих условиях финансовый рынок во всей совокупности своего инструментария занимает всё большую долю относительно реального производства товаров и услуг, усиливаются риски ведения экономической деятельности, возрастает волатильность финансовых рынков. Становится сложно обеспечить равномерность и постоянство денежных потоков, производственной деятельности компаний, выручки и нормы прибыли.

На основе проведённого исследования хеджирования финансовых рисков производственных компаний реального сектора экономики подтверждена результативность использования производных финансовых инструментов как эффективных инструментов противодействия возрастающей волатильности условий и степени риска ведения основной деятельности для российских компаний реального сектора экономики.

Проведённое исследование позволило обосновать ряд научно-методических положений, сделать нижеследующие выводы и разработать ряд практических рекомендаций.

Представлены дефиниции, природа и ключевые характеристики глобальных дисбалансов, раскрыта их взаимосвязь с глобальными потоками основных факторов производства. Получило развитие и уточнено определение финансовых рисков, выведены их ключевые свойства, раскрыты механизмы их реализации, обоснована важность их учёта в обеспечении экономической устойчивости субъекта, проведён обзор моделей их оценки. Раскрыты российские страновые особенности, отмечена особая роль валютного риска в условиях достаточно волатильной национальной валюты: для российских компаний данный риск важнее процентного и даже рыночного, в то время как в большинстве западных экономик именно процентный риск часто является определяющим.

Проанализированы существующие методы регулирования рисков ведения экономической деятельности, раскрыта особая роль хеджирования рисков с использованием инструментария фондового рынка. Обосновано исключение ряда инструментов (СВОПы, опционные контракты) из списка целевых ввиду их большей сложности и излишней трудоёмкости финансового инжиниринга для менеджмента нефинансовых компаний. Разработаны критерии, которым должны соответствовать как биржевые площадки, так и их инструментарий для эффективного хеджирования финансовых рисков российскими хозяйствующими субъектами реального сектора экономики. Обоснована оптимальность и эффективность Московской биржи как рабочей площадки для отечественных хеджеров, и её фьючерсных контрактов как релевантного инструментария. Проведён сравнительный анализ применяемых на практике моделей оценки

величины финансовых рисков, которые позволяют определить оптимальный объём хеджирования и корпоративных затрат на него. Обосновано, что модель расчёта стоимостной меры риска (VaR, Value at Risk) при использовании метода исторического моделирования для её вычисления является наиболее релевантной для определения финансовых рисков хозяйствующих субъектов реального сектора экономики.

В исследовании раскрыты особенности хеджирования рисков российскими нефинансовыми компаниями и проведена апробация разработанной стратегии хеджа на основе одной из них, предложены практические рекомендации по внедрению данного бизнес-процесса на корпоративном уровне. Разработаны вычислительные приёмы по учёту валютной корректировки для стоимостной оценки величины риска, конструирования стратегии хеджирования, расчёта его финансовых результатов и эффективности. Предложен ряд подходов (измерение денежных потоков, оценка мультипликаторов) к расчёту эффективности процесса хеджирования в целях выявления его узких мест и повышения результативности. Предложены конкретные меры по совершенствованию нормативного регулирования рынка деривативов (в части обязательного раскрытия финансовыми организациями всех механизмов ценообразования и рисков при внебиржевых контрактах) и расширению практики хеджирования финансовых рисков в масштабе российской экономики.

Результаты и положения настоящего исследования могут быть использованы финансовым менеджментом компаний реального сектора в процессе внедрения хеджирования как способа управления финансовыми рисками. Положения, методические разработки и выводы диссертации могут быть использованы в учебном процессе в качестве дополнительного материала для студентов, аспирантов и соискателей, исследующих области экономической науки, связанные с фондовым рынком в общем, и производными финансовыми инструментами, в частности.

Проведённое исследование может быть продолжено по направлениям, нуждающимся в дополнительном, углубленном изучении. К наиболее актуальным

и перспективным относятся следующие аспекты исследования темы хеджирования финансовых рисков:

а) разработка методологических подходов и практических предложений по расширению биржевого инструментария национальных площадок и повышению их ликвидности;

б) разработка методологий имплементации стратегий хеджирования рисков российскими компаниями в различных отраслях производственной деятельности, включая нефтедобывающие, металлургические, сельскохозяйственные и другие виды экономической деятельности;

в) разработка стратегий хеджирования рисков отечественных хозяйствующих субъектов в условиях усиления санкционного давления на их экономическую и финансовую деятельность.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определённых ВАК при Минобрнауки России:*

1. Юрченко, В.Э. Государственная поддержка экспорта в России: финансовые инструменты и правовое регулирование / В.Э. Юрченко // Научно-практический, теоретический журнал «Экономика и управление: проблемы, решения». – 2020. – № 8. Том 1. – С. 36-42. – ISSN 2227-3891.

2. Юрченко, В.Э. Хеджирование финансовых рисков отечественных компаний реального сектора экономики на национальных биржевых площадках / В.Э. Юрченко // Научно-практический, теоретический журнал «Экономика и управление: проблемы, решения». – 2021. – № 3. Том 1. – С. 114-119. – ISSN 2227-3891.

3. Юрченко, В.Э. Особенности национальной экономики России в условиях глобальной финансиализации воспроизводства товаров и услуг в контексте хеджирования финансовых рисков компаний / В.Э. Юрченко // Вестник экономики, права и социологии. – 2021. – № 2. – С. 25-30. – ISSN 1998-5533.

4. Юрченко, В.Э. Мировая практика хеджирования финансовых рисков в контексте разработки стратегий их нивелирования для российских нефинансовых компаний / В.Э. Юрченко // Общество: политика, экономика, право. – 2021. – № 10 (99). – С. 31-35. – ISSN 2071-9701.

5. Юрченко, В.Э. Особенности практической реализации хеджирования финансовых рисков отечественными компаниями реального сектора экономики / В.Э. Юрченко // Экономические науки. – 2022. – № 1 (206). – С. 215-219. – ISSN 2072-0858.

Публикации в других научных изданиях:

6. Юрченко, В.Э. Современные сдвиги в сфере воспроизводства товаров и услуг: доминирование потребления над сбережениями / В.Э. Юрченко // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики: российский и зарубежный опыт. – 2020. – Выпуск 2 (27). – С. 41-44. – ISSN 2541-8572.