



УДК 338.46

© Л. Г. Кузнецова, Д. Ю. Раевский, 2012

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ПРОИЗВОДНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ДЛЯ ХЕДЖИРОВАНИЯ РИСКОВ В СФЕРЕ ФИНАНСОВЫХ УСЛУГ

Кузнецова Л. Г. – д-р. экон. наук, проф. кафедры «Финансы, кредит и бухгалтерский учет», тел. 37-52-27, e-mail: fkbu@mail.ru (ТОГУ); *Раевский Д. Ю.* – асп., ассистент кафедры «Бухгалтерский учет и контроль», тел. 37-49-65, e-mail: Dima_R87@list.ru (ХГАЭП)

В сфере финансовых услуг существует несколько групп рисков: валютные риски, портфельные риски, процентные риски, кредитные риски, инфляционные риски, риски ликвидности. Валютный, портфельный, процентный риски могут быть объединены в общую группу – ценовые риски. Реализация любого из данных рисков может негативно повлиять на финансовые показатели деятельности компании. Производные инструменты выступают основным средством хеджирования ценовых рисков. Кроме этого, данные инструменты позволяют в некоторых случаях снизить кредитный и инфляционный риск. Хеджирование рисков производными инструментами является важнейшим инструментом оптимизации деятельности финансовой компании.

There are some groups of risk in the sphere of financial services: currency risk, portfolio risk, interest risk, credit risk, inflation risk, and liquidity risk. Currency risk, portfolio risk and interest risk can be combined into a common group – price risks. Realization of any of these risks can negatively influence on financial results of company's activities. The derivatives are the main instrument of hedging of price risks. Moreover, these instruments allow to decrease credit risk and inflation risk in some cases. Hedging of risks by the derivatives is the most important instrument of optimization of financial activities of company.

Ключевые слова: финансовый риск, валютный риск, портфельный риск, процентный риск, кредитный риск, инфляционный риск, риск ликвидности, ценовой риск, хеджирование, производный инструмент.

В настоящее время в сфере финансовых услуг существует большое количество рисков, которые при их реализации могут оказать значительное негативное влияние на компании данной отрасли. Это влияние может проявляться в виде незапланированных убытков от некоторых операций вплоть до банкротства конкретных предприятий. При этом в свете глобализации миро-

вых финансовых рынков реализация рисков у крупных финансовых институтов может привести к негативному влиянию на все компании сферы финансовых услуг. Соответственно, одним из основных условий успешной деятельности в данной сфере является управление финансовыми рисками с целью минимизации их влияния на деятельность компании.

Этим определяется актуальность и практическая значимость предложенной к рассмотрению статьи.

Необходимо отметить, что компании финансовой сферы услуг подвержены общим рискам, например, таким как политические, имущественные, природные и др. Однако в виду того, что управление данными рисками во всех отраслях происходит аналогичным образом, мы не будем подробно останавливаться на их механизмах. Заметим, что, при возможности управления общими рисками, для минимизации их возможного негативного влияния используются инструменты рынка страхования.

Все финансовые риски можно разбить на несколько групп (см. рис. 1).

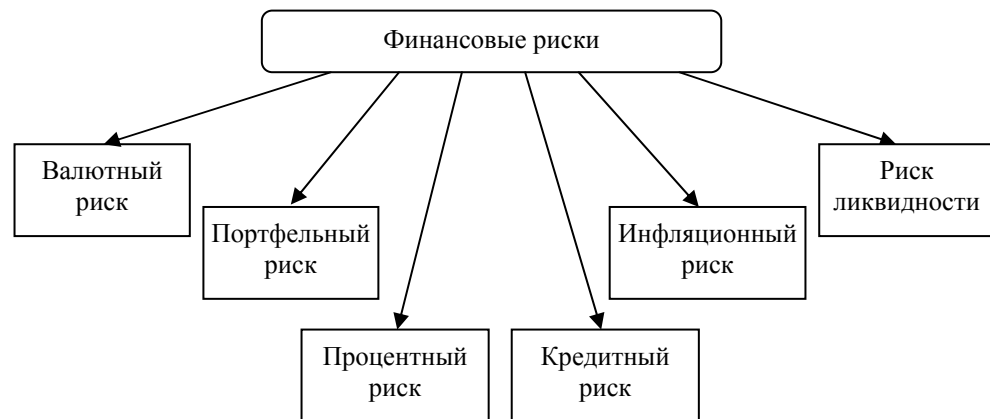


Рис. 1. Схема классификации финансовых рисков

Валютный риск подразумевает денежные потери в результате изменения валютных курсов. Данный риск возникает при совершении операций на денежных рынках, на рынке облигаций или на фондовом рынке других стран. При этом при преобладании операций с определенной иностранной валютой при неблагоприятном изменении курса финансовые потери могут быть достаточно большими. Также необходимо отметить, что валютные курсы являются трудно прогнозируемыми объектами. Данный факт подчеркивает необходимость хеджирования данных рисков.

Портфельный риск представляет собой риск получения убытков в виду неблагоприятного изменения курсов акций. Тэпман Л.Н. выделяет два отдельных вида рисков: системный риск, селективный риск [1]. При этом первый он определяет как «риск ухудшения конъюнктуры (падения) какого-либо рынка в целом» [1], а второй связывает с неправильным выбором определен-



ного объекта (акции). Мы считаем, что природа системного и селективного рисков во многом схожа, поэтому данные риски мы объединили в одну группу. Многие финансовые институты, как правило, имеют большие портфели ценных бумаг. В моменты неопределенности и высокой волатильности рынков стоимость данных портфелей может значительно снизиться. Соответственно, для минимизации негативного эффекта от данных колебаний появляется необходимость к хеджированию портфельного риска.

Процентный риск возникает не только у всех субъектов финансовой сферы услуг, но и у большинства субъектов остальных сфер производства и услуг. Как замечает Шапкин А.С.: «процентные ставки, вероятно, - наиболее часто используемые финансовые показатели» [2]. Соответственно, процентные ставки являются основным показателем денежного рынка (ставка по депозиту, ставка по кредиту) и рынка облигации (ставка по купону). Реализация процентного риска проявляется в следующем:

- 1) при росте процентных ставок риск реализуется у заемщиков, стоимость обслуживания долга у которых увеличивается;
- 2) при снижении процентных ставок риск реализуется у займодавцев, поступление денежных средств у которых снижается;

Кроме этого, Шапкин А.С. выделяет еще одну ситуацию реализации процентного риска: «сумма расходов по уплате процентов по кредиту, взятому под фиксированный процент, окажется более высокой, чем в случае кредита под плавающий процент, или наоборот» [2]. Подобно описанной ситуации, займодавец может недополучить определенную сумму дохода в виду того, что выданные в заем средства по фиксированной ставке принесут меньший доход, чем средства, которые могли быть выданы в заем по плавающей ставке, или наоборот. Соответственно, для управления процентным риском необходим хеджирующий инструмент, позволяющий преобразовывать плавающие процентные ставки в фиксированные или наоборот, а так же хеджирующий инструмент, позволяющий зафиксировать процентную ставку на определенном уровне.

Кредитный риск заключается в риске невыполнения своих обязательств заемщиком. Это может проявляться в виде пропуска выплат процентов по облигации или кредиту, либо полной неспособности выплатить основную сумму долга (дефолт). В виду выдачи крупных кредитов или покупки большого количества облигаций компании финансового сектора несут большие кредитные риски, которые требуют хеджирования.

Инфляционный риск связан, прежде всего, с инфляционными процессами, происходящими в определенной стране или регионе. Соответственно, в зависимости от валюты, используемой для хранения и совершения операций, инфляционные риски могут варьироваться. В виду отсутствия достаточной диверсификации валютных средств у финансовых компаний (наличие диспропорций в пользу валютных средств стран с высокими темпами инфляции) необходимо использование инструментов, снижающих возможность резкого обесценения средств в виду растущей инфляции в стране или в регионе.



Риск ликвидности связан со всеми выше представленными финансовыми рисками. Так, при реализации одного из них, риск ликвидности повышается. Наиболее удачное определение приводит Шапкин А.С.: «риск неликвидности заключается в неспособности быстро и без особых потерь для себя обеспечить выплату своим клиентам денежных средств, которые они доверили банку на краткосрочной основе, а также выполнить свои обязательства перед клиентами в конкретный момент времени» [2]. Минимизация негативного эффекта риска ликвидности заключается в нахождении оптимального соотношения между собственным капиталом банка, привлеченными и размещенными средствами, т.е. за счет взвешенного управления активами и пассивами. Однако даже описанные нами меры не гарантируют сведения риска ликвидности к нулю. В кризисные периоды могут возникать «шоковые» ситуации, которые будут способствовать многократному увеличению риска ликвидности. К таким ситуациям можно отнести: массовый отток привлеченных средств; реализация кредитных рисков, приводящая к потере части собственных средств и др.

Следует заметить, что многие риски связаны между собой. Можно объединить валютный, портфельный и процентный риск в одну группу – ценовые риски. Так, валютный курс является ценой одной валюты, выраженной в единицах другой валюты. Сложившийся курс акции, торгуемой на бирже или на внебиржевом рынке, представляет собой цену акции, а ставка процента по кредиту (по депозиту или по купону облигации) в упрощенном представлении является ценой кредита (депозита, облигации). Соответственно, ценовой риск представляет собой риск изменения цены определенного актива или набора из этих активов (валютных средств, акции, облигации, портфеля акций или облигаций).

Можно проследить взаимосвязь между процентными и инфляционными рисками. Так при усилении риска инфляции Центральные банки ужесточают денежно-кредитную политику, главным образом, за счет повышения процентных ставок. Следовательно, данный факт можно использовать для хеджирования инфляционных рисков.

Как нами уже отмечалось ранее, риск ликвидности зависит, с одной стороны, от правильного управления активами и пассивами, с другой стороны, от реализации других видов финансовых рисков. При этом чем больший негативный эффект получен от реализации какого-либо финансового риска (валютного, портфельного, процентного, кредитного, инфляционного), тем больше возрастает риск ликвидности.

Основным способом хеджирования ценовых (валютных, портфельных и процентных) рисков являются производные инструменты.

Производный инструмент - срочный финансовый инструмент, стоимость которого производна от стоимости базисного актива, лежащего в его основе. Через сделки с производными инструментами субъекты экономики получают возможность страховать (хеджировать) свои риски по операциям со всеми видами финансовых активов, а также и многими видами материальных акти-



вов [3]. Необходимо отметить, что хеджирование посредством производных инструментов представляет фиксацию цены (валютный курс, курс акции, процентная ставка и др.) определенного базисного актива, исключая, тем самым, как возможные убытки, так и возможные прибыли при определенно складывающейся ценовой конъюнктуре.

Ниже приведены упрощенные примеры хеджирования ценовых рисков:

1) Хеджирование валютных рисков (хеджирующие инструменты - фьючерс, опцион).

Ситуация 1: финансовой компании необходимо приобрести некоторое количество валюты через определенный срок в будущем для совершения операции при существовании опасений о росте соответствующего валютного курса. В данном случае субъекту следует занять длинную позицию по фьючерсному контракту, либо приобрести опцион колл (выбор инструмента здесь и далее производится исходя из потребностей субъекта).

Ситуация 2: субъект сферы финансовых услуг выдает займ в иностранной валюте. Для снижения возможных потерь от падения соответствующего курса иностранной валюты при возврате основной суммы займа необходимо в момент его выдачи занять короткую позицию по фьючерсному контракту, либо приобрести опцион пут.

2) Хеджирование портфельных рисков (хеджирующие инструменты – фьючерс, опцион, своп).

Ситуация 1: финансовый институт владеет портфелем акций, состав которого близок набору акций, входящих в расчет фондового индекса. При хеджировании от снижения стоимости портфеля необходимо открыть короткую позицию по фьючерсу на соответствующий индекс, либо приобрести опцион пут на соответствующий индекс.

Ситуация 2: пенсионный фонд владеет определенным количеством акций, по которым ожидается выплата дивидендов. Для хеджирования от падения курсовой стоимости имеющихся акций после закрытия реестра акционеров фонду необходимо занять короткую позицию по фьючерсному контракту на данную акцию, либо приобрести опцион пут на данную акцию.

Ситуация 3: субъект сферы финансовых услуг владеет некоторым количеством различных акций, входящих в расчет определенного фондового индекса. При этом ожидается, что динамика данного фондового индекса будет слабее соответствующей динамики фондовых индексов других регионов. В данном случае указанному субъекту необходимо заключить фондовый своп, который должен предполагать выплату процентного дохода по фондовому индексу (акциями, входящими в расчет которого, владеет данный субъект) и получение процентного дохода по другому фондовому индексу, по которому ожидается возрастающая динамика.

3) Хеджирование процентных рисков (хеджирующие инструменты - фьючерс, опцион, своп).

Ситуация 1: коммерческий банк взял займ, процентные выплаты по которому привязаны к ставке Euribor. Для хеджирования рисков роста ставки

Euribor и, соответственно, рисков роста процентных выплат по обслуживанию данного займа коммерческому банку необходимо занять длинную позицию по фьючерсному контракту на ставку Euribor, либо приобрести опцион колл на данную процентную ставку.

Ситуация 2: субъект сферы финансовых услуг выдал займ, предполагающий получение фиксированных процентных выплат. Для исключения потерь в виду упущенной выгоды из-за роста процентных ставок данному субъекту следует вступить в процентный своп, который будет предполагать выплату процентных платежей по фиксированной ставке и получение процентных платежей по какой-либо плавающей процентной ставке.

Необходимо отметить, что хеджирование ценовых рисков возможно только при наличии производного инструмента с идентичным, либо близким базисным активом к тому активу, цена которого предполагается хеджироваться. Большое влияние на стратегию хеджирования производными инструментами также оказывает сроки необходимого хеджа, выбираемый инструмент хеджирования и др. Существует множество техник и методик хеджирования ценовых рисков производными инструментами, которые отличаются своей сложностью и трудоемкостью. Однако мы специально не углублялись в детальный разбор того или иного способа хеджирования в выше представленных примерах в целях более обширного представления хеджевых возможностей производных инструментов.

Как нами уже отмечалось, производные инструменты являются основным механизмом для хеджирования валютных, портфельных и процентных рисков. Однако следует заметить, что другие риски (кредитный, инфляционный и риск ликвидности) могут быть также захеджированы посредством данных инструментов. Но хеджирование данных рисков в некоторых случаях будет не полным или вовсе невозможным.

Наиболее распространенным производным инструментом для страхования кредитного риска является кредитный дефолтный своп. Данный инструмент является внебиржевым и, соответственно, для его приобретения необходимо будет прибегнуть к услугам маркетмейкеров. Действие данного инструмента является достаточно простым: покупатель кредитного дефолтного свопа уплачивает премию продавцу. При наступлении кредитного события (дефолта) продавец данного инструмента возмещает оговоренную и, как правило, стандартизированную сумму по контракту. Кредитный дефолтный своп отдаленно напоминает инструмент рынка страхования, однако является внебиржевым производным инструментом. Несомненным его преимуществом является простота использования и возможность полного покрытия кредитного риска. Самым существенным недостатком является ограниченный набор базисных активов (суверенные долги союзов, государств, регионов и крупных корпораций). Соответственно, если существует инструмент, позволяющий осуществить хеджирование, то оно может быть полным (как и при страховании от ценовых рисков). Однако при отсутствии необходимого инструмента, хеджирование является невозможным.



Для понимания способа страхования от инфляционных рисков необходимо отметить четко прослеживаемую взаимосвязь между процентными и инфляционными рисками. Так, при растущей инфляции центральные банки ужесточают денежно-кредитную политику и повышают процентную ставку. Соответственно, наличие ожиданий темпов роста инфляции является одной из причин постепенного роста процентных ставок. В виду данной взаимосвязи можно утверждать, что хеджирование инфляционных рисков можно производить теми же инструментами и способами, что и хеджирование процентных рисков. Однако, несомненно, данное хеджирование будет неполным и неидеальным. Соответственно, полностью исключить инфляционный риск посредством использования производных инструментов не удастся, но возможности для его ограничения и снижения существуют.

Как нами уже отмечалось, сведение к минимуму валютного, портфельного, процентного, кредитного, инфляционного рисков при грамотном управлении активами и пассивами компании финансовой сферы минимизирует риск ликвидности. Соответственно, можно прийти к выводу, что, минимизируя вышеуказанную группу рисков с помощью производных инструментов, деривативы оказывают косвенное влияние и на снижение риска ликвидности. Также необходимо отметить, что при реализации риска ликвидности производные инструменты могут служить средством нормализации ситуации. Так, часть позиций на реальных рынках (на денежном рынке, на фондовом рынке, на рынке облигаций) может быть временно переведена на рынок производных инструментов. Как известно, операции на рынке производных инструментов совершаются при помощи кредитного плеча, т.е. на совершение операций на данном рынке не требуется использования денежных средств эквивалентных стоимости базисного актива (необходимая сумма средств зависит от вида используемого производного инструмента, но в большинстве случаев не превышает 10%). Таким образом, при реализации риска ликвидности компания финансовой сферы может перевести часть своих позиций с одного из реальных рынков на рынок производных инструментов, тем самым высвободив денежные средства, необходимые для исполнения своих текущих обязательств.

В заключении хотелось бы подчеркнуть, что производные инструменты являются основным механизмом хеджирования ценовых рисков в сфере финансовых услуг. Приведенные нами примеры позволяют оценить лишь небольшую часть возможностей по страхованию ценовых рисков, предоставляемых данными инструментами. Кроме этого, производные инструменты в некоторых случаях позволяют страховать кредитные и инфляционные риски. Хеджирующая функция деривативов является социально-значимой, ее положительные свойства часто рассматриваются в зарубежной научной литературе. Однако использование данной функции производных инструментов не находит массового применения в Российской Федерации в виду неполной проработанности многих теоретико-методологических аспектов данного фи-



нансового рынка. Мы считаем, что страхование рисков компаний сферы финансовых услуг при помощи рынка производных инструментов является одним из путей оптимизации их деятельности, поэтому, по нашему мнению, в последующие годы данное направление станет предметом активных научных исследований и практического использования.

Библиографические ссылки

1. *Тэлман Л.Н.* Риски в экономике: Учеб. пособие для вузов / Под ред. проф. В.А. Швандара. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002.
2. *Там же.*
3. *Шапкин А.С., Шапкин В.А.* Теория риска и моделирование рисков ситуаций: Учебник. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2005.
4. *Там же*
5. *Там же*
6. *Иванченко О.Г., Бурая Г.А.* Предпосылки формирования и мониторинг рисков банковского сектора экономики. // Вестник ТОГУ. – 2009. – № 1 (12). – С. 27-36.
7. *Кузнецова Л.Г.* Структура и операции финансового рынка: теоретический и институциональный анализ. – Хабаровск: Изд-во «РИОТИП» Хабаровской краевой типографии, 2005.