

ХЕДЖИРОВАНИЕ ЦЕНОВОГО РИСКА И ЕГО РОЛЬ В ОПЕРАЦИОННОМ УПРАВЛЕНИИ КОМПАНИЙ НЕФТЕГАЗОВОЙ ОТРАСЛИ РОССИИ

PRICE RISK HEDGING AND ITS ROLE IN THE OPERATIONAL MANAGEMENT OF RUSSIAN OIL AND GAS COMPANIES

Махмутов Артур Анварович, магистрант, Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Россия

Makhmutov Artur Anvarovich, Master's Degree student, Financial University under the Government of Russian Federation, Moscow, Russia

Аннотация. В статье рассматриваются возможности хеджирования ценового риска компаниями нефтегазового сектора. В России государственные финансы, а также денежные потоки компаний существенно зависят от биржевых котировок на нефть и подвержены риску в случае их падения. Использование инструментов хеджирования на срочном рынке позволяет снизить подверженность риску и увеличить стоимость компании, однако является достаточно дорогостоящим. Эффективность данной практики демонстрирует зарубежный опыт: для многих компаний наличие хеджирования является неотъемлемой частью операционного управления, влияющего на устойчивость компании к негативным рыночным шокам.

Abstract. The article presents the opportunities of hedging of price risk by oil and gas companies. In Russia government budget and cash flows of companies significantly depends on stock quotes for oil and are at risk in case they fall. Application of hedging instruments in the derivatives market reduces risk exposure and enhances market capitalization, but is quite expensive. Foreign countries effectively use this practice: hedging strategies is an important part of operational management for many companies with high cost price. Hedging instruments significantly improve company's resistance to negative market shocks.

Ключевые слова: хеджирование, ценовый риск, нефтегазовый сектор, срочный рынок.

Keywords: hedging, price risk, oil and gas sector, derivatives market.

Обострение противоречий между развитыми и развивающимися странами провоцирует увеличение степени рисков инвестиционных процессов, что особенно ярко проявляется в росте конкуренции за лидерство между энергетическими и цифровыми компаниями в сфере инвестиционной привлекательности. На этом фоне деятельность международных энергетических компаний испытывает на себе влияние глобальных рисков, связанных, во-первых, с геополитическими кризисами в виде международных политических, экономических и военных конфликтов, во-вторых, со стратегиями крупнейших энергетических картелей, в-третьих, с размещением действующих и потенциальных запасов энергоресурсов, в-четвертых, с изменением структуры и возникновением инновационных технологий добычи, производства и транспортировки энергоресурсов.

Экономическая модель России, в значительной доле основанная на экспорте углеводородов, также подвержена мощным геополитическим и макроэкономическим влияниям. Приоритетным вопросом национальной

безопасности России становится вопрос цен на сырьевые активы. Для российской экономики нефтегазовая отрасль является важнейшей, так как нефтяные и газовые предприятия являются основными налогоплательщиками: около 50% налогов – в основном это налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ) и экспортная пошлина – поступает в федеральный бюджет за счет их вклада. Таким образом, не только доходность акционеров, но и экономика России в целом становится в существенную зависимость от результатов деятельности компаний нефтегазовой отрасли [1]. В связи с этим особую актуальность приобретает страхование ценовых рисков по биржевым товарам. По существу, *хеджирование* является страхованием возможных неблагоприятных колебаний конъюнктуры рынка для инвестора или потребителя [2]. Хеджирование может рассматриваться в качестве отправного пункта в начале процесса, ведущего к более точному определению рыночной цены на нефть, а далее – к более точному планированию бюджета (в масштабе государства) или к более точным оценкам финансовых перспектив (в масштабе компании). Таким образом, хеджирование оказывается в фокусе экономических интересов как производителей, так и всех участников финансового рынка. Хеджирование может привести к дополнительным финансовым возможностям повлиять на рыночную цену нефти и тем самым смягчить нагрузку на бюджет в случае возможного падения цен на мировом рынке.

Актуальность исследования практик хеджирования ценовых и валютных рисков обусловлена необходимостью преодоления трудностей компаний и правительств стран-экспортёров нефти по прогнозированию цен на нефть, образование которых происходит на основе спекулятивных действий трейдеров. При этом хеджирование является достаточно эффективным способом стабилизации денежных потоков для отсроченных периодов.

Цель нашего исследования – проанализировать роль хеджирования для российской нефтегазовой отрасли. В России ценообразование на углеводороды в общем схоже с международными практиками. Отдельно стоит отметить, что сырая нефть, в отличие от нефтепродуктов, является стандартизированным продуктом ценообразования. Учитывая огромное количество сортов нефти, добываемых в разных частях мира, на большинство из них формирование цен происходит относительно эталонных сортов (Brent, WTI). За счет этого российские производители могут использовать, в том числе, производные финансовые инструменты (ПФИ) для хеджирования рисков ценового характера [3].

В работах специалистов отмечается, что весомыми финансовыми акторами, не считая спекулянтов, являются пенсионные фонды – потребители «финансовой» нефти. В качестве стратегических инвесторов они покупают нефтяные фьючерсы не в спекулятивных целях, а для хеджирования ожидаемой инфляции [4]. *Хеджирование является способом нивелирования риска* и имеет принципиальные отличия от спекуляций. Для них в большей мере характерна ситуация, когда финансовый актер берет на себя, а не передает ценовой риск, связанный с товаром, с целью получить выгоду от изменения цены в зависимости от его позиции в сделке.

Особую важность в развитии практики хеджирования имеют регуляторные особенности отрасли в конкретной стране. В России основным фактором влияния является налоговое регулирование, которое не только определяет основную доходную часть бюджета, но и экономику нефтедобывающих компаний. Это вызвано высокой налоговой нагрузкой, которая имеет валовую структуру отчислений. Тем не менее, данная структура предполагает снижение нагрузки с

компаний в случае падения цен на нефть и укрепления курса рубля, что само по себе является механизмом хеджирования финансовых потоков в случае наступления рискованного события.

Хеджирование в зависимости от целей хеджера может производиться через покупку производного финансового инструмента (длинная позиция) или продажи (короткая позиция) против роста стоимости базиса [5]. Базисом срочной сделки могут быть как финансовые, так и товарные активы. Длинная позиция хеджирования – это подход, при котором покупатель защищается от роста цен, чтобы компенсировать убыток на наличном рынке. Короткая позиция хеджирования – это ситуация, при которой продавцы хеджируют стоимость продукции от падения цен в будущем. В обоих случаях хеджирование позволяет компенсировать убыток от роста/падения цены и позволяет зафиксировать маржинальность на определенном уровне. Выплата по инструменту хеджирования является важным моментом в деятельности компаний.

Деятельность нефтегазовых компаний постоянно связана с различными видами рисков. Система управления рисками является неотъемлемым элементом устойчивого функционирования компаний в современных экономических условиях. Серьезные проблемы для бизнеса возникают из-за резких колебаний цен на сырьевые товары, которые могут повлиять на издержки добычи и переработки, цен на сырьевые товары, прибыль и доступность долговых инструментов [6]. Такая волатильность цен порождает необходимость управления влиянием флуктуаций цен на сырьевые товары на каждом этапе производственного цикла. Управление своей финансовой эффективностью и прибыльностью становится приоритетной целью компании.

Хеджирование сегодня играет решающую роль в нефтегазовом секторе для надлежащего управления рисками и защиты акционерной стоимости. Многие исследователи отмечают положительную зависимость между использованием инструментов в целях хеджирования и величиной прибавочной стоимости компании. На основе опроса свыше 3 000 компаний в исследовании Graham и Rogers [7] было доказано, что использование операций хеджирования существенно влияет на доступность кредитов для компаний, которые в свою очередь способствуют росту стоимости компании за счет эффекта «налогового щита». Было показано, что использование операций хеджирования увеличивает стоимость компании в среднем на 2,1%.

Исследование Allayannis и Miller [8], основанное на выборке из 1 546 производственных компаний из более чем 30 стран, подтвердило намеченную в более ранних исследованиях взаимосвязь: премия к цене акции составляет 10,7% для компаний, использующих валютные ПФИ. Таким образом, компании зачастую рассматриваются акционерами и инвесторами на базе того, насколько активно и грамотно выстроена система хеджирования основных рисков, которым компания подвержена.

Качественно проработанная программа хеджирования может принести существенные преимущества для нефтегазовых компаний. Ключевой выгодой хеджирования является потенциальное снижение негативного эффекта непрогнозируемых рыночных колебаний на финансовый результат компании. На практике существует большое количество инструментов, которые позволяют снизить подверженность риску. Примером могут являться производные финансовые инструменты (форвардные контракты, фьючерсы, опционы, своп-контракты),

которые используются предприятиями реального сектора для страхования операций на наличном рынке [9].

Операции хеджирования можно делить на 2 типа: *биржевые сделки и внебиржевые операции*. Принятие решения компании нефтегазового сектора о выборе типа сделки часто зависит от бизнес-плана, риск-параметров, ликвидности, требований акционеров или кредиторов, периода времени, объемов производства углеводородов, запасов углеводородного сырья на приобретенных или разрабатываемых активах.

Биржевые сделки имеют стандартизированную и универсальную форму, которая устанавливает четкие параметры договорных условий между сторонами сделки. Несмотря на то, что такого рода сделки предоставляют много плюсов, включая ликвидность, их стандартизация ограничивает гибкость хеджера в отношении параметров и условий сделки.

Возможность фиксации или установления минимальной цены позволяет предприятию прогнозировать более предсказуемые доходы в следующих периодах, а также иметь некоторую определенность в отношении денежных потоков.

Внебиржевые операции – это операции между двумя контрагентами, цель которых заключается в создании настраиваемых спецификаций контрактов для учета особенностей финансового менеджмента каждой стороны. Несмотря на преимущество детальной настройки сделки под конкретные условия, данный тип контрактов не является стандартизированным, что снижает их ликвидность. Сделки на внебиржевом рынке, особенно с инновационными продуктами, являются недостаточно прозрачными, что вызвано отсутствием стандартизированных процедур. Тем не менее, объем внебиржевых сделок существенно выше, чем биржевых. В ситуации существенных негативных флуктуаций рынка для нефтегазовых компаний финансовое положение компании может стабилизироваться за счет компенсации недополученных доходов прибылью по сделкам с производными финансовыми инструментами. Данная компенсация может оказать существенный положительный эффект в ситуации кризиса.

Библиографический список

1. Недосекин, А. О. Управление ценовыми рисками в нефтегазовой отрасли России / А.О. Недосекин, К.Ю. Калюта, Я.О. Терновая. СПб: Изд-во Политехн. Университета. 2015. – 182 с.
2. Абдрахманова, Г. Т. Хеджирование: концепция, стратегия и практика / Г. Т. Абдрахманова. – Алматы: LEM, 2003. – 164 с.
3. Калюта, В. Ю. Комплексная система управления ценовыми рисками для предприятий нефтегазовой отрасли / В. Ю. Калюта // Современная экономика: проблемы и решения. 2014. № 3. – С. 57–70.
4. Бушуев, В. В. и др. Финансализация рынка нефти и варианты хеджирования бюджета Российской Федерации / В. В. Бушуев, И. В. Бушуев, Д. П. Замятина // Эффективное антикризисное управление. 2017. № 4(103). С. 10-14.
5. Дамодаран, А. Стратегический риск-менеджмент принципы и методики – Москва, Санкт-Петербург, Киев : И.Д. Вильямс, 2017. – 385 с.
6. Гончаров, А. Хеджирование рисков в международной торговой деятельности / А. Гончаров // Финансовый директор. 2017. Т.10. №8. С. 52-72.
7. Graham, J. Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives? / J. Graham, D. Rogers // Journal of Finance. –2002. №57. – P. 815–839.

8. Allayannis, G. The Use of Foreign Currency Derivatives, Corporate Governance, and Firm Value Around The World / G. Allayannis, U. Lel, D. Miller // *Journal of International Economics*. – 2012. №87. – P. 65–79.

9. Халл, Дж. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты. – Москва, Санкт-Петербург, Киев : И.Д. Вильямс, 2014. – 1064 с.

Bibliography

1. Nedosekin, A. O. Upravlenie cenovymi riskami v neftegazovoj otrasli Rossii / A.O. Nedosekin, K.YU. Kalyuta, YA.O. Ternovaya. SPb: Izd-vo Politekhn. Universiteta. 2015. – 182 s.

2. Abdrahmanova, G. T. Hedzhirovanie: koncepciya, strategiya i praktika / G. T. Abdrahmanova. – Almaty: LEM, 2003. – 164 s.

3. Kalyuta, V. YU. Kompleksnaya sistema upravleniya cenovymi riskami dlya predpriyatij neftegazovoj otrasli / V. YU. Kalyuta // *Sovremennaya ekonomika: problemy i resheniya*. 2014. № 3. – S. 57–70.

4. Bushuev, V. V. i dr. Finansializaciya rynka nefti i varianty hedzhirovaniya byudzheta Rossijskoj Federacii / V. V. Bushuev, I. V. Bushuev, D. P. Zamyatina // *Effektivnoe antikrizisnoe upravlenie*. 2017. № 4(103). S. 10-14.

5. Damodaran, A. Strategicheskij risk-menedzhment principy i metodiki – Moskva, Sankt-Peterburg, Kiev : I.D. Vil'yams, 2017. – 385 s.

6. Goncharov, A. Hedzhirovanie riskov v mezhdunarodnoj torgovoj deyatel'nosti / A. Goncharov // *Finansovij direktor*. 2017. T.10. №8. S. 52-72.

7. Graham, J. Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives? / J. Graham, D. Rogers // *Journal of Finance*. –2002. №57. – P. 815–839.

8. Allayannis, G. The Use of Foreign Currency Derivatives, Corporate Governance, and Firm Value Around The World / G. Allayannis, U. Lel, D. Miller // *Journal of International Economics*. – 2012. №87. – P. 65–79.

9. Hall, Dzh. Opciony, f'yuchersy i drugie proizvodnye finansovye instrumenty. – Moskva, Sankt-Peterburg, Kiev : I.D. Vil'yams, 2014. – 1064 s.

Сведения об авторе

Махмутов Артур Анварович, магистрант, Финансовый университет при Правительстве РФ, 125993, Москва, Ленинградский пр-т, д. 51/1, arturmakh@gmail.com, тел. +7 915 245 0887

Author's personal details

Makhmutov Artur Anvarovich, Master's Degree student, Financial University under the Government of Russian Federation, 125993, Moscow, Leningradsky Prospekt, 51/1, arturmakh@gmail.com

© Махмутов А.А., 2020.