

УДК 336.6

DOI:10.24412/2782-4845-2022-3-4-17

ХЕДЖИРОВАНИЕ РЫНОЧНЫХ РИСКОВ В ОТРАСЛЯХ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

П.И. Паньков, УО «Полоцкий государственный университет имени Евфросинии Полоцкой», Новополоцк, Республика Беларусь

Аннотация: в статье проводится исследование практики применения хеджирования рыночных рисков в российских компаниях реального сектора экономики. Для этого был проведен анализ годовых отчетов 16 российских компаний реального сектора экономики за период с 2010 по 2021 год на предмет изучения того, каким образом хеджируются рыночные риски и какие инструменты для этого используются. В результате установлено, что российские компании преимущественно хеджируют свои риски с помощью деривативов, редко используя деривативы для получения дополнительной прибыли. Это согласуется с другими исследованиями на примере зарубежных компаний. Также отмечено, что практика применения деривативов и хеджирования рисков для российских компаний не нова, однако ухудшение экономической ситуации в 2014-2015 годах потребовало от компаний пересмотра или даже свертывания своих стратегий хеджирования. Особое внимание в статье уделено ситуации, когда инструментами хеджирования номинированы валютные кредиты и займы. Эта ситуация подробно не описана в литературе по применению деривативов и хеджирования, однако применяется в реальной практике. На примере ПАО «НЛМК» рассмотрены эффекты, которые получает предприятие, используя такую стратегию хеджирования.

Ключевые слова: деривативы, хеджирование рыночных рисков, управление риском, планирование, реальный сектор экономики, ПАО «НЛМК»

Для цитирования: Паньков П.И. Хеджирование рыночных рисков в отраслях реального сектора экономики Российской Федерации // ЭФО: Экономика. Финансы. Общество. 2022. №3. С.4-17. DOI:10.24412/2782-4845-2022-3-4-17

HEDGING MARKET RISKS IN THE BRANCHES OF THE REAL SECTOR OF ECONOMY IN THE RUSSIAN FEDERATION

P.I. Pankov, EI “Euphrosyne Polotskaya State University of Polotsk”, Novopolotsk, Belarus

Abstract: the article is devoted to the study of market risk hedging practice in Russian companies in the real sector of economy. To do this, the analysis of annual reports of 16 Russian companies in the real sector of economy for the period from 2010 to 2021 was carried out in order to study how market risks are hedged and what tools are used for this. As a result, it was found that Russian companies mainly hedge their risks with the help of derivatives, rarely using derivatives to obtain additional profit. This is consistent with other studies on the example of foreign companies. It is also noted that the practice of derivatives usage and hedging risks is not new for Russian companies, however, the deterioration of the economic situation in 2014-2015 required companies to revise or even curtail their hedging strategies. Special attention in

the article is paid to the situation when foreign currency loans are nominated as hedging instruments. This situation is not described in detail in the literature on derivatives usage and hedging risks, but it is used in real practice. Using the example of PJSC "NLMK", the effects that an enterprise receives using such a hedging strategy are considered.

Key words: *derivatives, hedging of market risks, risk management, planning, the real sector of the economy, PJSC "NLMK"*

Введение

Предприятия реального сектора экономики в условиях высокой волатильности биржевых цен и курсов валют сталкиваются с проблемой надежности планирования текущей деятельности и реализации инвестиционных проектов. Чтобы устранить или минимизировать негативное влияние неопределенности биржевых цен и курсов валют, крупные промышленные предприятия выходят на рынок деривативов¹ с целью хеджирования ценовых и валютных рисков. Существует ряд зарубежных исследований, в которых проводится анализ практики применения деривативов и хеджирования организациями в различных отраслях, в основном на примере компаний из США. При этом в практике российских компаний деривативы и хеджирование не являются новыми инструментами обеспечения экономической безопасности и применяются не первый год, однако в научной литературе комплексному анализу хеджирования рыночных рисков российскими компаниями уделяется недостаточно внимания. Поэтому *целью* данной статьи является анализ практики применения деривативов и хеджирования российскими компаниями за период с 2010 по 2021 год. Для этого будут решены следующие *задачи*:

- провести краткий обзор зарубежных и российских исследований по анализу практики применения деривативов и хеджирования организациями реального сектора экономики;
- обобщить результаты анализа практики применения деривативов и хеджирования российскими компаниями реального сектора экономики за период с 2010 по 2021 гг.;
- рассмотреть контекст применения и особенности хеджирования рисков без деривативов на примере ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат» (далее – ПАО «НЛМК»).

Теоретической основой исследования являются работы российских и зарубежных авторов в области срочного рынка и хеджирования рисков. При этом вопросы хеджирования рисков и применения деривативов рассматриваются в данной работе в контексте комплексного управления предприятием как единой экономической системой. Поэтому в данном исследовании на первое место ставятся вопросы планирования, организации и контроля операций хеджирования на уровне руководства предприятия (определение

¹ В данной статье для обозначения форвардов, фьючерсов, опционов, свопов и их комбинаций между собой используется термин деривативы, как сокращение от английского термина *derivative financial instruments* (производные финансовые инструменты)

целесообразности, взаимодействие между отделами, критерии оценки эффективности), а не конкретные финансовые параметры отдельных сделок хеджирования (выбор оптимального коэффициента хеджирования, оптимальных инструментов хеджирования и т. д.).

Эмпирической основой исследования являются аналогичные исследования практики применения деривативов и хеджирования в зарубежных компаниях, а также некоторые исследования российских авторов. Информация для анализа российских компаний – это годовые отчеты, содержащие отчетность по МСФО и размещенные в центре раскрытия корпоративной информации Интерфакс [1].

Анализ существующих исследований практики применения деривативов и хеджирования в отраслях реального сектора экономики

Прежде чем переходить непосредственно к исследованиям практики применения деривативов и хеджирования в отраслях реального сектора экономики, отметим значимую особенность, которая отличает работу реального сектора от финансового. В отличие от банков и инвестиционных фондов предприятия реального сектора всегда будут иметь реальную физическую позицию по какому-либо виду товаров. Поэтому для таких предприятий важны будут не только количественные параметры стратегии хеджирования, но и вопросы увязки стратегии хеджирования с наличием и использованием производственных мощностей, особенностями доставки сырья или готовой продукции в конечный пункт назначения.

Предприятия реального сектора экономики работают с биржевыми товарами, которые подвержены высокой ценовой волатильности. Среди таких товаров можно выделить: нефть и нефтепродукты, природный газ, уголь, электричество, неблагородные металлы (алюминий, медь, свинец, никель, олово, цинк), благородные металлы (золото, серебро, платина, палладий), сельхозпродукция (кукуруза, сахар, пшеница) [2, с. 24]. Особенностью товарных активов и производных инструментов, построенных на их основе, в сравнении с финансовыми (валютными, процентными, фондовыми, кредитными) является то, что их базовые активы имеют овеществленную форму и требуют существенных затрат по хранению и транспортировке в случае их физической покупки или продажи. При этом несмотря на то, что указанные выше товары являются либо сырьем, либо готовой продукцией, производимой в реальном секторе экономики, субъекты финансового сектора, такие как банки, инвестиционные и хедж-фонды, также выходят на рынок товарных деривативов в поисках диверсификации и оптимизации своих инвестиционных портфелей. Такая структура товарного рынка деривативов является достаточно органичной, так как, с одной стороны, предприятия реального сектора хеджируют риски, связанные с операциями текущей деятельности, с другой стороны, спекулянты обеспечивают ликвидность товарных деривативов и устраняют неэффективности рынка за счет осуществления арбитражных операций. На примере рынка нефти и нефтепродуктов можно охарактеризовать субъектов рынка деривативов следующим образом (табл. 1).

Таблица 1. Субъекты рынка нефти и нефтепродуктов*

Субъект	Физическая позиция по товару	Роль на рынке деривативов
Нефтедобывающая компания	Продажа	Хеджер
Нефтеперерабатывающий завод	Покупка/Продажа	Хеджер
Потребители нефтепродуктов	Покупка	Хеджер
Нефтетрейдеры	Покупка/Продажа/Нет	Хеджер/Спекулянт
Инвест. и хедж-фонды	Покупка/Продажа/Нет	Спекулянт
Банки	Покупка/Продажа/Нет	Спекулянт

*Источник: [3]

Как видно из данной таблицы, в зависимости от физической позиции по реальному товарному активу будет меняться роль субъекта на рынке деривативов. Аналогичные роли могут быть представлены не только для рынка нефти и нефтепродуктов, но и для других товарных рынков.

Теперь обратимся непосредственно к исследованиям практики применения деривативов и хеджирования в отраслях реального сектора экономики.

Среди 705 нефинансовых организаций из Европы, США и других стран основными целями реализации стратегии риск-менеджмента на 2011 год являлись: увеличение будущих денежных потоков, устранение потерь от непредсказуемого изменения цен, увеличение стоимости компании. По сферам экономической деятельности имело место следующее распределение: 71 % компаний из добывающего сектора, 67 % из обрабатывающего сектора и 46 % из сектора услуг применяли деривативы в своей стратегии риск-менеджмента [4, с. 49]. Данное исследование имеет характер опроса и раскрывает различные аспекты, связанные с практикой применения деривативов и хеджирования. Вместе с тем, в зарубежной литературе больший акцент делается на выявлении связи хеджирования со стоимостью компании и попытках подтвердить или опровергнуть тезис о том, что хеджирование рисков положительно влияет на рыночную стоимость компании.

Например, анализ практики хеджирования в нефтегазодобывающих компаниях США на момент 2017 года подтверждает, что инвесторы признают необходимость хеджирования в кризисные периоды, и, соответственно, готовы вкладывать средства в те компании, которые активно используют данный способ управления риском. При этом во время стабильной рыночной ситуации инвесторы не склонны признавать эффект хеджирования [5].

В целом можно сказать, что «преимущества хеджирования теоретически достаточно полно изучены, однако эмпирические данные, явно подтверждающие, как хеджирование влияет на стоимость организации и на ее инвестиционную привлекательность, ограничены и в ряде случаев противоречат друг другу. На результаты исследований и на их противоречие оказывают влияние такие

факторы, как разные временные периоды с соответствующей спецификой, а также особенности функционирования рассмотренных авторами отраслей» [6].

В российской практике можно отметить работу Окулова В.Л., который приводит такие ответы управляющих инвестиционными компаниями по их отношению к наличию деривативов в портфеле нефинансовой организации в принципе, а также их применения для спекулятивных операций в частности: «Инструменты срочного риска создают дополнительные риски», «Риски от убытков спекулятивной позиции <по инструментам хеджирования> могут многократно превышать пользу от хеджирования», «Когда мы покупаем компанию, мы покупаем ее умение извлекать золото из земли, а не торговать этим золотом на рынке» [7, с. 16].

В данной работе не ставилась цель рассмотреть все существующие исследования практики применения деривативов и хеджирования организациями реального сектора экономики, которых на примере компаний США существует достаточно много. Вместо этого приведенные исследования авторов должны подчеркнуть, что применение хеджирования может иметь положительное влияние на деятельность организации, но требует проработанного подхода к управлению хеджированием рисков, которое для реального сектора осложняется реальным движением товарных активов, которые нужно производить, перевозить и хранить. В подтверждение важности участия в управлении хеджированием не только казначейского отдела, но и высшего руководства организации приведем результаты исследования таких авторов, как Вае S.C., Kim H.S., Kwon T.H., которые, анализируя применение хеджирования компаниями Южной Кореи, отмечают, что «положительные эффекты от хеджирования для рассмотренной выборки компаний не были выявлены как минимум из-за недостаточно эффективного управления хеджированием, которое проявилось в выборе неоптимальных стратегий хеджирования и чрезмерных затратах, связанных с хеджированием» [8]. И далее данные авторы отмечают, что «наши исследования не должны рассматриваться в качестве причины отказа от хеджирования рисков с помощью деривативов, но они подчеркивают важность активного управления планированием и реализацией стратегий хеджирования на основе анализа соотношений потенциальных выгод и соответствующих затрат» [8].

Далее представим результаты проведенного анализа практики применения деривативов и хеджирования российскими компаниями реального сектора экономики.

Анализ практики применения деривативов и хеджирования российскими компаниями реального сектора экономики

Для анализа практики применения деривативов и хеджирования российскими компаниями были проанализированы годовые отчеты и отчетность, составленная по МСФО и в нескольких случаях по US GAAP (всего 192 отчета), за 2010-2021 гг. следующих компаний: ПАО «Лукойл», ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Аэрофлот», ОАО «РЖД», ПАО АК «Алроса», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО

«НЛМК», МКПАО «ОК РУСАЛ», ПАО «Северсталь», ПАО «Транснефть», ПАО «Россети», ПАО «Полюс», ПАО «Новатэк», ПАО «Татнефть».

В таблицах 2 и 3 представлена информация о том, применялось или нет хеджирование рисков в данных компаниях, и применялись ли деривативы за период с 2010 по 2021 гг.

Таблица 2. Анализ применения/неприменения деривативов российскими компаниями за период с 2010 по 2021 гг.*

Компания	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ПАО "Лукойл"	Да											
ПАО "Газпром нефть"	Да											
ПАО "Газпром"	Да											
ПАО "НК "Роснефть"	Да	Нет										
ПАО "Аэрофлот"	Да	Нет	Нет	Да	Нет	Нет						
ОАО "РЖД"	Да											
ПАО АК "Алроса"	Да	Да	Да	Да	Нет							
ПАО "ГМК "Норильский никель"	Да											
ПАО "НЛМК"	Да	Нет	Да	Да	Да	Нет						
МКПАО "ОК РУСАЛ"	Да											
ПАО "Северсталь"	Да											
ПАО "Транснефть"	Нет	Нет	Нет	Да	Да	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
ПАО "Россети"	Нет											
ПАО "Полюс"	Нет	Нет	Нет	Нет	Да							
ПАО "Новатэк"	Нет	Нет	Да									
ПАО "Татнефть"	Нет	Да	Да	Да	Да							

*Источник: собственная разработка на основе отчетности компаний, размещенных в Центре раскрытия корпоративной информации Интерфакс <https://www.e-disclosure.ru> [1]

Таблица 3. Анализ применения/неприменения хеджирования рисков российскими компаниями за период с 2010 по 2021 гг.*

Компания	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ПАО "Лукойл"	Нет	Нет	Нет	Да								
ПАО "Газпром нефть"	Да											
ПАО "Газпром"	Нет	Нет	Да									

ПАО "НК "Роснефть"	Да											
ПАО "Аэрофлот"	Да											
ОАО "РЖД"	Да											
ПАО АК "Алроса"	Да	Да	Да	Нет								
ПАО "ГМК "Норильский никель"	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Нет	Нет	Да	Да	Да	Да
ПАО "НЛМК"	Да	Нет	Да	Да	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Да	Да
МКПАО "ОК РУСАЛ"	Да											
ПАО "Северсталь"	Да											
ПАО "Транснефть"	Нет	Нет	Нет	Да	Да	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
ПАО "Россети"	Нет											
ПАО "Полюс"	Нет	Нет	Нет	Нет	Да							
ПАО "Новатэк"	Нет	Нет	Да									
ПАО "Татнефть"	Нет											

*Источник: собственная разработка на основе отчетности компаний, размещенных в Центре раскрытия корпоративной информации Интерфакс <https://www.e-disclosure.ru> [1]

Как видно из информации, представленной в таблицах 2 и 3, применение деривативов и хеджирования не всегда совпадает. Например, имели место ситуации, когда деривативы применяются, но хеджирование рисков не происходит. Это значит, что деривативы применяются для получения дополнительной прибыли за счет принятия на себя повышенного риска, связанного с торговлей деривативами. Однако в большинстве случаев деривативы применяются российскими компаниями с целью хеджирования рыночных рисков. При этом практика применения деривативов и хеджирования рисков не нова для российских предприятий, например, с 2013 года только три компании из рассмотренных не использовали деривативы в своей деятельности. Также можно отметить такую практику использования деривативов в целях хеджирования рисков или получения дополнительной прибыли, когда создаются дочерние торговые предприятия, которые зарегистрированы в ведущих Европейских странах и имеют прямой доступ к основным торговым площадкам. Например, дочерняя компания «Литаско» для ПАО «Лукойл» или «Gazprom Neft Trading GmbH» для ПАО «Газпром нефть».

Еще стоит отметить влияние ухудшения экономической ситуации в 2014-2015 гг., когда резкий обвал курса российского рубля потребовал от компаний пересмотра стратегий хеджирования: некоторые компании, например, ПАО «Транснефть» в дальнейшем отказались от применения деривативов и

хеджирования, некоторые компании постепенно свернули свои стратегии хеджирования на основе деривативов, заменив их другой практикой, когда инструментом хеджирования номинируется валютный займ (займы).

В целом результаты анализа применения деривативов и хеджирования рисков, представленные в таблицах 2 и 3, подтверждают значимость срочного рынка для организаций реального сектора экономики. При этом организации реального сектора экономики в отличие от организаций финансового сектора в большей степени являются хеджерами, чем спекулянтами, так как имеют реальные физические позиции по своей сбытовой и закупочной деятельности. Небольшая доля спекулятивных и арбитражных отгрузок в определенные периоды свидетельствует о том, что производственные предприятия проводят мониторинг рыночной конъюнктуры и при случае могут воспользоваться благоприятными условиями для получения дополнительной прибыли. Однако на первое место ставится вопрос обеспечения стабильности текущей деятельности за счет хеджирования рыночных рисков. Эти выводы относительно российских компаний согласуются с исследованиями на основе других выборок, например, в исследовании М. Bartram (2017), проведенном среди 6896 фирм из 47 стран, отмечается, что «компании в основном используют деривативы для снижения рисков. Практически отсутствуют примеры корпоративных спекуляций с помощью деривативов, за исключением небольшого объема на основе товарных деривативов. Также компании иногда корректируют размер и сроки хеджирующих позиций в зависимости от своего видения рынка в конкретный момент времени. В целом эти спекулятивные аспекты использования деривативов представляются незначительными по сравнению с доминирующим эффектом снижения корпоративной подверженности рыночным рискам с помощью хеджирования» [9, с. 34].

Кроме комплексного анализа практики применения деривативов и хеджирования интерес представляет изучение данной практики в условиях конкретного предприятия реального сектора экономики, например ПАО «НЛМК», что будет рассмотрено далее.

Анализ практики и контекста применения деривативов и хеджирования на примере ПАО «НЛМК»

Ценовые и валютные риски имеют место в деятельности ПАО «НЛМК» и описываются как «...риск снижения прибыли вследствие негативного изменения рыночных цен на готовую продукцию и валютных курсов. Оценены совместно ввиду сильной статистической корреляции. В качестве мероприятий по управлению данным видом риска выделяются в 2018 году:

- поддержание оптимальной долгосрочной открытой валютной позиции в основных валютах для обеспечения «естественного» хеджирования;
- формульное ценообразование готовой продукции и сырья с материалами» [10].

В 2020 году прибавились следующие мероприятия [11]:

- создание риск-ориентированного резерва необремененных денежных

средств;

- обеспечение подтвержденных кредитных линий с первоклассными российскими и зарубежными финансовыми институтами;
- взаимодействие с экспертными сообществами и государственными органами;
- контроль договоров поставки с отсрочкой платежа, договоров закупки товаров/услуг с авансовыми платежами;
- определение кредитного лимита на базе внутреннего скоринга и внешних рейтингов;
- применение инструментов передачи риска: банковской гарантии, страхового лимита, аккредитивов, факторинга;
- применение портфельного подхода для однородных требований, мониторинг портфельного лимита.

Как видно из данного перечня мероприятий, применяется балансировка валютной позиции с целью обеспечения «естественного» хеджирования. А среди способов, связанных с передачей риска, обычное хеджирование на основе деривативов не выделяется с 2015 года. Вместе с тем, как видно в таблицах 2 и 3, еще раньше, с 2012 по 2014 гг. деривативы и хеджирование применялись в ПАО «НЛМК». Так, например, в отчетности за 2014 год отмечено следующее:

«Группа имеет и приобретает производные финансовые инструменты для целей, отличных от торговых, для снижения риска, относящегося к курсу обмена иностранной валюты. Заключенные форвардные валютные контракты являлись краткосрочными с датами погашения в январе, феврале и ноябре 2013 г. В 2012 г. Группа заключила кросс-валютные процентные своп контракты по валютной паре российский рубль/доллар США в отношении рублевых облигаций, выпущенных Группой. В результате данной операции Группа выплачивала проценты по фиксированным ставкам в диапазоне от 3,11 % до 3,15 % в долларах США и получала проценты по фиксированной ставке в размере 8,95 % годовых в российских рублях. Погашение контрактов своп было привязано к выплатам по облигациям в российских рублях, погашение которых состоялось в ноябре 2014 года» [12].

Таким образом, с 2015 года практика хеджирования рисков на основе деривативов в ПАО «НЛМК» прекратилась, однако в 2020 году была возобновлена, но уже в ином виде:

«Группа, начиная с 2020 года, часть будущей ежемесячной выручки, планируемой к поступлению в долларах США в течение периода с февраля 2020 года по май 2026 года, определила в качестве объекта хеджирования. Инструментом хеджирования были определены облигационные займы Группы и связанные с ними купоны в долларах США» [11].

Отметим, что данный подход к хеджированию является не самым очевидным для применения, так как не предполагает заключения новых сделок в рамках форвардных, фьючерсных и прочих производных контрактов и подробно не описывается в литературных источниках по деривативам и хеджированию

рисков. Однако все же встречается в практике ситуация, в том числе и российской, когда инструментами хеджирования являлись не деривативы, а валютные обязательства. Это было нами отмечено в отчетности еще трех российских компаний. Обратим внимание на концепцию подготовки отчетности: все рассмотренные российские компании, которые номинировали валютные кредиты и займы в качестве инструментов хеджирования, применяли отчетность по стандарту IAS 39 в части учета хеджирования, в то время, как в ПАО «НЛМК» применялся стандарт IFRS 9. На наш взгляд, в данном контексте лучше использовать стандарт IAS 39, так как он в отличие от IFRS 9 не требует дисконтирования будущих денежных потоков, являющихся объектом хеджирования.

По своей сути валютные займы имеют в себе встроенные производные инструменты, так как предполагают, что организация произведет в будущем выплаты сумм с заранее известным номиналом в валюте, но при этом в функциональной валюте – российском рубле - сумма выплат не известна, так как будет определена по фактическому курсу, который сложится на дату выплаты.

Кроме того, валютные кредиты и займы являются объектом для исчисления курсовых разниц, которые, собственно, и рассматриваются в качестве инструмента хеджирования. «Применительно к хеджированию валютного риска организация может по собственному усмотрению определить в качестве инструмента хеджирования компонент производного финансового актива или производного финансового обязательства, связанный с валютным риском» [13].

Таким образом, номинируя валютные кредиты и займы инструментами хеджирования, организация, с одной стороны, обеспечивает хеджирование будущей валютной выручки, с другой - минимизирует влияние курсовых разниц на показатель прибыли, перенося их в резерв хеджирования. На примере ПАО «НЛМК» это можно представить следующим образом (таблица 4).

Таблица 4. Выдержки из Консолидированного отчета о совокупном доходе ПАО «НЛМК» за 2019-2021 гг., в млн. росс. руб.*

Показатель	2021	2020	2019
Прибыль за год	371 653	91 049	86 929
<i>Прочий совокупный доход /(убыток): Статьи, которые могут быть впоследствии реклассифицированы в состав прибыли или убытка:</i>			
Резерв хеджирования денежных потоков	6 008	(14 075)	-
Налог на прибыль, относящийся к резерву хеджирования денежных потоков	(1 124)	2 826	-

*Источник: отчет по МСФО ПАО «НЛМК» за 2021 год [14]

Чтобы лучше понять как формируется резерв хеджирования, приведем

также выдержки из примечаний к отчетности за этот же период в таблице 5 в части резерва хеджирования и в таблице 6 в части прогноза реклассификации.

Таблица 5. Выдержки из Примечаний к консолидированной финансовой отчетности ПАО «НЛМК» за 2019-2021 гг. в части резервов хеджирования, в млн. росс. руб.*

Показатель	Резерв хедж. ден. потоков	Налог на прибыль, отн. к резерву хедж. ден. потоков	Резерв хедж. ден. потоков за вычетом налога на прибыль
По состоянию на 1 января 2020 г.	-	-	-
Изменение резерва хеджирования денежных потоков – признание (расхода)/дохода от переоценки инструментов хеджирования	(15 850)	3 181	(12 669)
Изменение резерва хеджирования денежных потоков – реализация результата хеджирования	1 775	(355)	1 420
По состоянию на 31 декабря 2020 г.	(14 075)	2 826	(11 249)
Изменение резерва хеджирования денежных потоков – признание дохода/(расхода) от переоценки инструментов хеджирования	5 229	(983)	4 246
Изменение резерва хеджирования денежных потоков – реализация результата хеджирования	779	(141)	638
По состоянию на 31 декабря 2021 г.	(8 067)	1 702	(6 365)

*Источник: отчет по МСФО ПАО «НЛМК» за 2021 год [14]

Таблица 6. Выдержки из Примечаний к консолидированной финансовой отчетности ПАО «НЛМК» за 2019-2021 гг. в части прогноза реклассификации резервов хеджирования в прибыль, в млн. росс. руб.*

Показатель	2022г.	2023г.	2024г.	2025г.	2026г.	Итого
Реклассификация	2 672	(6 440)	(4 390)	(1 714)	1 805	(8 067)
Налог на прибыль	(446)	1 287	878	342	(359)	1 702
Итого	2 226	(5 153)	(3 512)	(1 372)	1 446	(6 365)

*Источник: отчет по МСФО ПАО «НЛМК» за 2021 год [14]

Как видно из информации, представленной в таблицах 4-6, номинировав валютные кредиты и займы в качестве инструментов хеджирования, ПАО «НЛМК» получило возможность убыток от курсовых разниц по валютным

кредитам и займам в размере 14 075 млн. росс. руб. в 2020 году не отражать в составе прибыли одной суммой, а постепенно переносить его в состав прибыли в соответствии с тем, как поступает хеджируемая выручка в период до 2026 года. Например, за 2021 год курсовые разницы по валютным кредитам были положительными, однако сумма курсовых разниц в размере 6 008 млн. руб. также была отражена не в прибыли, а в резерве хеджирования. Очевидно, что для краткосрочного результата номинировать валютные кредиты и займы инструментами хеджирования лучше, когда ожидается ослабление курса национальной валюты, однако в длительной перспективе такой способ хеджирования целесообразен в любом случае, так как валютные платежи по кредитам и займам и связанные с этим валютные колебания компенсируются противоположными по своей направленности валютными поступлениями по выручке от реализации продукции.

Таким образом, можно сделать вывод, что возобновление практики хеджирования рисков в ПАО «НЛМК» в 2020 году после пятилетнего перерыва в новом виде, когда инструментами хеджирования номинируются валютные кредиты и займы, имело положительный эффект на показатели деятельности предприятия. Однако в дальнейшем предприятию потребуется решить ряд существенных вопросов. В частности, оценить вероятность поступления прогнозируемой валютной выручки, и если она больше не ожидается к поступлению, накопленный убыток по резерву хеджирования в размере 8 067 млн. руб. скорректированный на переоценку 2022 года, перенести в прибыль за год. Если итоговое значение прибыли будет критичным для предприятия, то необходимо рассмотреть варианты создания новых отношений хеджирования с другими объектами и инструментами, возможно и на основе деривативов. Также в дальнейшем целесообразно к новым отношениям хеджирования, в которых в качестве инструментов используются валютные кредиты и займы, применять положения стандарта IAS 39, так как они не требуют дисконтирования выручки, являющейся объектом хеджирования.

Выводы и направления дальнейших исследований

Результаты проведенного исследования свидетельствуют о том, что российские компании реального сектора экономики применяют в своей практике деривативы и хеджирование рисков. При этом деривативы преимущественно используются для хеджирования рыночных рисков, хотя в ряде случаев могут использоваться и для получения дополнительной прибыли. Результаты исследования по проведенной выборке согласуются с аналогичными исследованиями на примере зарубежных компаний реального сектора экономики.

Отдельное внимание в работе было уделено ситуации, когда компании реального сектора экономики в качестве инструментов хеджирования выручки используют валютные кредиты и займы. На примере ПАО «НЛМК» были рассмотрены эффекты, которые получило предприятие, номинировав часть своих валютных кредитов и займов инструментами хеджирования.

В качестве дальнейших направлений исследования можно выделить анализ стратегий хеджирования рисков, которые применяют отдельно взятые компании реального сектора экономики, а также расширение списка анализируемых компаний. При этом для последующих исследований интерес представляют дальнейшие действия российских компаний по пересмотру своих стратегий хеджирования рисков и применения деривативов в условиях санкционного давления, когда часть прогнозируемой валютной выручки, являвшейся объектом хеджирования, больше не будет ожидаться к получению.

Список использованных источников:

1. Центр раскрытия корпоративной информации // Интерфакс [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru>. (Дата обращения 16.08.2022).
2. Shaik K. Managing Derivatives Contracts: A Guide to Derivatives Market Structure, Contract Life Cycle, Operations, and Systems / K. Shaik. – NY: Apress, 2014. 476 p.
3. Dafir M. Fuel Hedging and Risk Management / M. Dafir, V. N. Gajjala. – New Delhi, India ; Padstow, Cornwall, UK : John Wiley & Sons, 2016. 314 p.
4. Bodnar, G.M. Managing Risk Management: Working paper / G. M. Bodnar, E. Giambona, J. R. Graham. – Wharton School at the University of Pennsylvania: 2011. 57 p.
5. Wang N.A. Study of Hedging at the Firm Level in U.S. Oil and Gas Exploration Firms (Master Thesis) / N. Wang, J. Birkeland. – BI Norwegian Business School, 2017. 52 p.
6. Масько Л.В. Взаимобусловленность инвестиционной привлекательности организации и хеджирования / Л.В. Масько, П.И. Паньков // Вестник Полоцкого государственного университета. Серия D: Экономические и юридические науки. 2018. № 5. С. 39-45.
7. Окулов В.Л. Селективное хеджирование ценовых рисков компаниями / В.Л. Окулов // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2015. №3. С. 3-20.
8. Паньков П.И. Оценка эффективности хеджирования рисков в нефинансовых организациях: экономический подход / П.И. Паньков // Вестник Полоцкого государственного университета. Серия D: Экономические и юридические науки. 2021. № 6. С. 63-72. <https://doi.org/10.52928/2070-1632-2021-57-6-63-72>
9. Bartram S.M. Corporate hedging and speculation with derivatives / S. M. Bartram // Journal of Corporate Finance. 2019. Vol. 57. P. 9-34. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.023>
10. Консолидированная финансовая отчетность по МСФО за 2018 год // ПАО «НЛМК» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://nlmk.com/upload/iblock/db0/financial-statements-nlmk-ifs-12m-2018.pdf>. –

(дата обращения: 16.08.2022).

11. Консолидированная финансовая отчетность по МСФО за 2020 год // ПАО «НЛМК» [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://nlmk.com/upload/iblock/778/NLMK_Financial_statements_IFRS_12m_2020_USD_RUS.pdf. (дата обращения: 16.08.2022).

12. Консолидированная финансовая отчетность по МСФО за 2014 год // ПАО «НЛМК» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=2509&type=2>. (Дата обращения: 16.08.2022).

13. Стандарт МСФО 9 «Финансовые инструменты» // Министерство финансов Российской Федерации [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2017/02/main/MSFO_IFRS_9_1.pdf?ysclid=l84ejl1zrp530173217. (Дата обращения: 16.08.2022).

14. Консолидированная финансовая отчетность по МСФО за 2021 год // ПАО «НЛМК» [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://nlmk.com/upload/iblock/0de/Financial_statements_NLMK_IFRS_2021_USD_RUS.pdf. (Дата обращения: 16.08.2022).

Сведения об авторе / Information about the authors:

Паньков Павел Игоревич – старший преподаватель кафедры экономики Полоцкого государственного университета имени Евфросинии Полоцкой, г. Новополоцк, Республика Беларусь / *Pavel Igorevich Pankov* – Senior Lecturer of the Department of Economics at EI “Euphrosyne Polotskaya State University of Polotsk”, Novopolotsk, Belarus. Email: p.pankov@psu.by

SPIN-код автора в РИНЦ: 4718-5512

ORCID: 0000-0002-5499-1255

Дата поступления статьи: 17 сентября 2022

Принято решение о публикации: 05 октября 2022

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.