

## ДАЙДЖЕСТ НОВОСТЕЙ В РОССИЙСКИХ СМИ

### по вопросам корпоративного управления

15 июля 2008 года

(обзор подготовлен пресс-службой компании «РУФАУДИТ»)

Оксана Максимова

#### Управление финансовыми рисками

*Деятельность предприятия в конкурентной среде всегда сопряжена с той или иной степенью риска. Для того чтобы компания смогла не только выжить на рынке, но и закрепить свои позиции, руководитель должен уметь своевременно выявлять и оценивать риски, а также принимать эффективные управленческие решения по их минимизации.*

**Под риском** принято понимать вероятность (угрозу) потери предприятием части своих ресурсов, недополучения доходов или появления дополнительных расходов в результате осуществления определенной производственной и финансовой деятельности. Откуда чаще всего можно ждать неприятностей? Главными источниками угрозы благополучию финансовой деятельности предприятия являются виды рисков, условно представленные в табл. 1.

Такая классификация представляется логичной, поскольку для оценки и управления разными рисками применяются различные методы. Далее мы более подробно остановимся на современных методиках и оценке преимущественно кредитного и рыночного рисков и опишем процесс принятия управленческого решения по их снижению. Управление рисками производится в последовательности, приведенной на рис. 1, и разбивается на ряд основных этапов.

**Этап первый: оценка финансового риска.** На этом этапе необходимо выявить все присущие рассматриваемому предприятию финансовые риски и разработать методы для их количественной оценки.

Применение методов оценки финансовых рисков дает возможность количественно оценить возможные потери при колебаниях рынка. Они также позволяют оценить размер капитала, который необходимо резервировать для покрытия этих потерь. В настоящее время разработано множество методов оценки финансовых рисков. Наиболее часто используемые на практике приведены в табл. 2.

Одним из них является *VaR* (мера риска). По сути, вычисление величины *VaR* проводится для того, чтобы можно было сделать утверждение типа: «Мы уверены на  $X\%$  (с вероятностью  $X\%$ ), что наши потери не превысят  $Y$  у. е. в течение следующих дней». В данном предложении неизвестная величина  $Y$  и есть *VaR*. Она является функцией двух параметров: временного горизонта и  $X$  — доверительного уровня.

#### Таблица 1. Виды финансовых рисков

Вид риска	Определение риска
Кредитный риск (Credit Risk)	Возможность отрицательного изменения стоимости активов в результате неспособности контрагентов исполнять свои обязательства, в частности по выплате процентов и основной суммы займа (к кредитному риску относят также и риск объявления заемщиком дефолта)
Операционный риск (Operational Risk)	Возможность непредвиденных потерь вследствие технических ошибок при проведении операций, умышленных и неумышленных действий персонала, аварийных ситуаций, сбоев аппаратуры и т. д. (к операционным рискам часто относят и убытки, обусловленные ошибками в используемой модели или методике оценки и управления рисками)
Риск ликвидности (Liquidity Risk)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Возможность потерь, вызванных невозможностью купить или продать актив в нужном количестве за достаточно короткий период времени в силу ухудшения рыночной конъюнктуры.</li> <li>2. Возможность возникновения дефицита наличных средств или иных</li> </ol>

высоколиквидных активов для выполнения обязательств перед контрагентами

**Рыночный риск (Market Risk)** — Возможность отрицательного изменения стоимости активов в результате колебаний процентных ставок, курсов валют, цен акций, облигаций и товаров (разновидностями рыночного риска являются, в частности, процентный и валютный риски)

Несмотря на свою популярность, метод *VaR* обладает рядом существенных недостатков, в частности:

*не учитывает возможных больших потерь, которые могут произойти с малой вероятностью;*

*поощряет торговые стратегии, которые дают хороший доход при большинстве сценариев, но иногда могут приводить к катастрофическим потерям.*

## Таблица 2. Методы оценки финансовых рисков

Наименование метода	Определение метода
VaR (Value-at-Risk)	Оценка риска, представляющая собой ожидаемый максимальный убыток в течение установленного периода времени и с установленным уровнем вероятности
SPAN (The Standard Portfolio Analysis of Risk)	Анализ риска стандартного портфеля, система расчета гарантийных обязательств
Shortfall	Более консервативный метод оценки риска, требующий резервировать больший капитал, чем VaR

Многих недостатков, свойственных *VaR*, лишен *Shortfall*: этот метод является более консервативной мерой риска, так как рассматривает потери, которые могут произойти с небольшой вероятностью, и требует резервировать больший капитал.

Рассмотрим простой пример, иллюстрирующий соотношение *VaR* и *Shortfall*.

Предположим, у нас есть облигация номиналом 100 у. е., которая завтра должна быть погашена. С вероятностью 99 % она будет погашена полностью, а с вероятностью 1 % заемщик откажется от полного исполнения своих обязательств, и мы получим только половину номинала. В такой ситуации наши потери *X* составят 0 у. е. с вероятностью 0,99 и 50 у. е. — с вероятностью 0,01:

1. Произведя вычисления *VaR*, мы получаем результат, равный нулю, и совет не резервировать капитал вообще.
2. В то же время *Shortfall* равен 50, что заставляет дополнительно разработать меры по снижению этого риска. Таким образом, *Shortfall* позволяет учитывать большие потери, которые могут произойти с небольшой вероятностью.

Для участников биржи существует биржевая система расчета гарантийных обязательств — *SPA*-анализ риска стандартного портфеля. Поскольку метод *SPA* используется для определения размеров гарантийных обязательств, его задача сводится к определению максимальных потерь, которые может понести портфель за один торговый день в большинстве случаев, скажем, с вероятностью не менее чем 95 % или 99 %.

*SPA* рассматривает шестнадцать сценариев возможного изменения рыночной ситуации. Опираясь на них, *SPA* формирует массив рискованных значений, которые, по соглашению, представляют собой величины потерь портфеля, состоящего лишь из одного опциона. Этот массив рискованных значений вычисляется аналитическим отделом биржи ежедневно (иногда и несколько раз в день) и передается клиентам, которые нуждаются в такой информации.

На основе полученных данных уже не составляет никакого труда путем простых арифметических операций рассчитать возможные потери (выигрыши) любого реального портфеля однородных позиций и, определив их максимальное значение, установить размер гарантийного депозита по такому портфелю. Это и является одним из основных преимуществ системы *SPAN*: сложные вычисления, связанные с моделью опционного ценообразования, производятся централизованно и единожды, а остальные расчеты уже настолько элементарны, что не требуют больших временных или вычислительных ресурсов.

**1 Управление рисками**



**Этап второй: анализ финансовых рисков.** Рассмотрим несколько видов анализа, применяемых на практике.

**Анализ чувствительности** заключается в определении значений ключевых параметров, которые могут подвергнуть сомнению успех бизнеса. Очень важно установить, какие изменения данных параметров могли бы повысить ожидаемую прибыльность: например, 25-процентное увеличение цены на сырье, или 20-процентное уменьшение цены продажи или объема выпуска продукции. Если бизнес слишком чувствителен к некоторым изменениям параметров, руководитель предприятия должен регулярно контролировать их значение.

**Анализ сценариев** — это прием анализа риска, который наряду с базовым набором исходных данных рассматривает ряд других наборов данных, которые могут иметь место в процессе реализации. На основе полученных результатов составляются два сценария:

*пессимистичный сценарий* — «плохое» стечение обстоятельств;

*оптимистичный сценарий* — «хорошее» стечение обстоятельств.

Кроме того, делается заключение о возможности пессимистичного сценария и связанных с ним потерь.

**Имитационное моделирование** — это процедура, с помощью которой математическая модель какого-либо финансового показателя подвергается ряду имитационных прогонов на компьютере.

Процесс имитации включает в себя следующий набор действий:

*создаются последовательные сценарии с использованием исходных данных, которые являются неопределенными;*

*моделирование осуществляется таким образом, чтобы случайный выбор значений не нарушал фактических диапазонов изменения параметров;*

*результаты моделирования анализируются статистически с тем, чтобы оценить меру риска.*

Имитационное моделирование обычно осуществляется по алгоритму (рис. 2). Метод *Монте-арло*, как наиболее распространенный метод имитационного моделирования, является самым сложным методом расчета *VaR*, однако его точность может быть значительно выше, чем у других методов. Этот метод подразумевает осуществление большого количества испытаний в виде моделирования развития ситуации на рынках с расчетом финансового результата по портфелю. В результате создания большого числа разовых моделей будет получено распределение возможных финансовых результатов, на основе которого — путем отсекаания наихудших согласно выбранной доверительной вероятности — может быть получена *VaR*-оценка.

К основным недостаткам метода *Монте-Карло* относятся следующие: ложен в реализации; требует мощных вычислительных ресурсов; труден для понимания топ-менеджерами.



**Этап третий: поиск альтернативных путей снижения финансового риска на предприятии.** Рассмотрим наиболее распространенные пути снижения финансового риска.

*Страхование* является формой предварительного резервирования ресурсов, предназначенных для компенсации ущерба от ожидаемого проявления различных рисков. Экономическая сущность страхования заключается в создании резервного (страхового) фонда, отчисления в который для отдельного страхователя устанавливаются в размере, значительно меньшем сумм ожидаемого убытка и как следствие — суммы страхового возмещения. Таким образом, происходит передача большей части риска от страхователя к страховщику.

**таблица 3. Рейтинг фирм — покупателей товаров**

Рейтинг покупателя	фирмы- Объем продаж покупателя	фирмы- Кредитный лимит при поставке товаров
A	Более 1 млн. грн в год	200 тыс. грн
B	От 500 тыс. грн до 1 млн. грн	100 тыс. грн
C	От 100 тыс. грн до 500 тыс. грн	50 тыс. грн

Для уменьшения последствий проявления риска применяется резервирование финансовых ресурсов на случай неблагоприятных изменений в деятельности предприятия. Создание резерва на покрытие непредвиденных расходов представляет собой один из способов управления рисками, предусматривающих установление соотношения между потенциальными рисками, влияющими на стоимость активов, и величиной средств, необходимых для ликвидации последствий проявления рисков.

Страхование или резервирование как таковое не ставят своей целью уменьшение вероятности проявления рисков, а нацелены преимущественно на возмещение материального ущерба от проявления рисков.

Ограничение рисков за счет *лимитирования операций* — ограничение количественных характеристик отдельных групп операций, выделенных по их типу или по лицам, несущим ответственность за операции. Для этого необходимо определить лимитную схему и установить в ее рамках лимиты.

Лимитная схема ставит в соответствие каждому виду риска определенный вид лимита. Установление лимитов, то есть предельных сумм, является одним из приемов снижения степени риска.

При использовании рейтингов кредитоспособности процесс установления лимитов значительно упрощается. Достаточно установить шкалу соответствия значений рейтингов и сумм лимитов. Лимит на основе рейтинга ограничивает максимальный размер допустимого риска при операциях с данным контрагентом. В качестве примера можно привести следующую шкалу (табл. 3).

*Хеджирование* — минимизация ценового риска. Цель хеджирования — фиксация определенного уровня цен. В зависимости от формы организации торговли все инструменты хеджирования можно разделить на биржевые и внебиржевые.

Внебиржевые инструменты хеджирования — это форвардные контракты и товарные свопы. Сделки этих типов заключаются или напрямую между контрагентами, или при посредничестве дилера.

Достоинством данного метода хеджирования является то, что в максимальной степени учитываются требования конкретного клиента относительно типа товара, размера партии и условий поставки.

Недостатками являются:

*низкая ликвидность — расторжение ранее заключенной сделки сопряжено со значительными материальными издержками;*

*относительно высокие накладные расходы;*

*существенные ограничения на минимальный размер партии;*

*сложность поиска контрагента;*

*риск невыполнения сторонами своих обязательств (при заключении прямых сделок между продавцом и покупателем).*

Биржевые инструменты хеджирования — это товарные фьючерсы и опционы на них. Торговля этими инструментами производится на биржах. Достоинства данного метода хеджирования:

*высокая ликвидность рынка (позиция может быть открыта и ликвидирована в любой момент);*

*высокая надежность — контрагентом по каждой сделке выступает расчетная палата биржи;*

*сравнительно низкие накладные расходы на совершение сделки;*

*доступность, т. е. с помощью средств телекоммуникации торговля на большинстве бирж может вестись из любой точки планеты.*

Недостатком являются весьма жесткие ограничения на тип товара, размеры партии, условия и срок поставки.

*Диверсификация* является способом уменьшения совокупной подверженности риску за счет распределения средств между различными активами, цена или доходность которых слабо коррелированы между собой. Сущность диверсификации состоит в снижении максимально возможных потерь за одно событие, однако при этом одновременно возрастает количество видов риска, которые необходимо контролировать.

**Этап четвертый: снижение финансового риска.** После сравнения результатов анализа финансового риска и определения величины всех возможных убытков, которые предприятие может понести в будущем, принимается решение по снижению степени риска. Это может быть одна из альтернатив, рассмотренных на третьем этапе, или их комбинирование. Правильно принятое решение позволит предприятию в будущем понести наименьшие финансовые потери и тем самым увеличить доходность.

**В заключение** хочется сказать, что в современных рыночных условиях недостаточно прислушиваться к собственной интуиции: она может подвести. Для эффективного управления финансовыми рисками и рисками вообще необходимо опираться на научные разработки, умело комбинировать известные методы и применять их в ежедневной работе. Главное, чтобы ваша система управления финансовыми рисками была простой, прозрачной, практичной и соответствовала стратегическим целям предприятия

// Журнал "Финансовый Директор"-

Петр Нетреба, Афанасий Сборов

[Госкомпании получают независимых директоров / Государство повышает эффективность управления госсобственностью](#)

*Официально представлены первые списки независимых директоров и профессиональных поверенных, которые будут представлять государство в советах директоров госкомпаний. Предполагается, что это должно радикально улучшить управление госсобственностью. Мнения номинантов о потенциальном результате и эффективности реформы корпоративного управления в госкомпаниях расходятся: речь может идти и о первом шаге в сторону очередного этапа приватизации, и о "реверансе в сторону демократических и либеральных ценностей".*

В пятницу первый вице-премьер Игорь Шувалов сначала рассказал президенту Дмитрию Медведеву, что первые 11 госкомпаний со 100-процентной госсобственностью получают независимых директоров, а затем на конференции Минэкономики в Институте современного развития раскрыл, кому именно доверено представлять власть в советах директоров. По словам заместителя главы Минэкономики Александры Левицкой, до конца года правительство намерено сменить чиновников на независимых директоров в 50

госкомпаниях. Затем независимые директора от государства появятся и в компаниях, где у государства не 100%.

Пока официально назначены только 11 независимых управляющих в шести следующих компаниях: ОАО “Зарубежнефть”, ОАО “Росэлектроника”, ОАО Корпорация “Росхимзащита”, ОАО “Совкомфлот” и ОАО “Международный аэропорт Шереметьево”. Еще несколько человек получили предложения войти в состав советов директоров госкомпаний, но еще не утверждены директивами правительства. Кроме того, названы еще 27 человек, которым сделаны предложения, но окончательной договоренности еще нет. По сведениям “Ъ”, списки могут быть и шире. Так, ректор Российской экономической школы Сергей Гуриев рассказал, что в четверг подписал бумаги о согласии войти в советы директоров АИЖК и Россельхозбанка. Полный реестр независимых директоров, по словам господина Шувалова, должен появиться “до ноября, с тем чтобы в январе будущего года выдвинуть кандидатов из их числа в советы директоров компаний с госучастием”.

Правительство видит новую модель управления госкомпаниями так: возглавлять совет директоров будет крупный чиновник, остальные члены будут либо профессиональными поверенными, голосующими по директиве, либо независимыми директорами, голосующими по своей воле. “Мне и тем независимым директорам, с которыми я разговаривал, предложили голосовать не по директиве, иначе бы я не согласился”, - говорит Сергей Гуриев. “Чиновники будут ограничены директивами только при голосовании по самым важным вопросам - о реорганизации и ликвидации, выпуске допэмиссий и крупных сделках”, - уточнила заместитель гендиректора ОАО “Полиметалл” Зумруд Рустамова. - “По остальным вопросам чиновники тоже будут голосовать без директив правительства”.

По словам заместителя главы Минэкономики Александры Левицкой, государство будет стремиться к тому, чтобы независимые директора возглавляли ключевые комитеты при советах директоров - по стратегическому развитию, аудиту, кадрам и вознаграждениям. Игорь Шувалов обозначил, что они должны “не принимать решений в ущерб развития акционерного общества”. Критерии оценки деятельности независимых директоров и принципы их оплаты будут разработаны в ближайшем будущем.

Председатель совета директоров ОАО “Евразийский” Сергей Ящечкин считает, что система включения в советы директоров поверенных от государства будет эффективнее существующего механизма назначения чиновников. “Если поверенный не согласен с принятием какого-то решения, он может сложить себя полномочия, “проголосовав ногами”, а куда может деться чиновник?” - говорит он. Еще один номинант - председатель совета директоров ОАО “Родэкс-групп” Антон Данилов-Данильян предположил, что велика вероятность конфликта интересов. Он предлагает полностью освободить госкомпанию от чиновников. О потенциальных конфликтах интересов “Ъ” предупреждает и управляющий директор группы компаний “Тройка Диалог” Павел Теплухин - некоторые номинанты из бизнеса даже будут вынуждены отклонить предложение. Управляющий директор Ассоциации независимых директоров Александр Филатов ссылается на опыт Государственной нефтяной компании Норвегии, где “от голосования по директиве отказались 50 лет назад”. Член совета директоров “Роснефти”, вице-президент РАН Александр Некипелов (утвержден в “Зарубежнефть”) сказал “Ъ”, что не видит причин “для возникновения конфликта интересов”.

Еще один ограничитель для топ-менеджера и стимул для бывших чиновников - бонусы. “Работа сопряжена с достаточно высокой ответственностью, а вознаграждение, особенно на госпредприятиях, небогатое”, - сказал Павел Теплухин. Александр Филатов оценивает зарплату топ-менеджера в крупной компании в \$50-250 тыс. в год. В государственной “Роснефти” она составляет \$200 тыс., а в частном ЛУКОЙЛе - \$125 тыс. Действующие чиновники вознаграждения за членство в совете директоров не получают. “Я надеюсь, что вознаграждение будет высоким. Точные суммы мне пока никто не называл. Рынок оценивает такую работу в \$100-150 тыс. в год. В совете директоров Сбербанка я получаю \$40 тыс.”, - говорит Сергей Гуриев.

На вопрос о дальнейших шагах и целях реформы корпоративного управления в госкомпаниях номинанты отвечают неуверенно. Теоретически улучшение корпоративного управления - один из шагов по увеличению капитализации, то есть речь может идти о предполагаемой приватизации госкомпаний в отдаленном будущем. Сергей Гуриев признает, что слышал похожие рассуждения от чиновников. Павел Теплухин говорит, что “наличие независимых директоров в компаниях необходимое, но недостаточное условие для успеха такого начинания”. По его словам, “предпродажная подготовка - трудоемкая, длительная и дорогостоящая процедура и на это уходит от года до трех лет”. А еще один номинант в независимые директора анонимно признался “Ъ”, что не верит “ни в какую дальнейшую приватизацию”, а видит “в этой истории лишь очередной реверанс власти в сторону демократических и либеральных ценностей”.

// «Коммерсантъ»