

Результат любой предпринимательской деятельности можно интерпретировать, как премию, которую предприниматель получает за то, что берет на себя риски. Рациональный предприниматель или инвестор не будет принимать на себя большие риски, если это не будет компенсироваться более высокой ожидаемой доходностью.

Для того чтобы убедиться, что доходность компании при заданном уровне риска близка максимальной, были разработаны различные инструменты управления рисками. Однако, основная часть подобных инструментов применима в области финансовых инвестиций. Для корпоративного сектора модели управления рисками со временем лишались математического аппарата в своей основе, стремясь ориентироваться на качественные показатели.

Логика подобного переориентирования проста: для акционеров и менеджмента важно понимать, где сконцентрированы основные риски в компании, какова качественная (интуитивная) вероятность их наступления, насколько управляемы риски и к какому ущербу могут привести. Задачи большого числа корпоративных систем управления рисками сводятся к формализации рисков и мониторингу изменений их параметров: управляемости, вероятности, величины ущерба. На основе таких систем компании формируют бюджеты рисков, составляют планы по минимизации вероятности наступления и/или ожидаемого ущерба в случае наступления риска.

Подобная практика со временем приводит к следующим негативным последствиям:

- Со стороны менеджмента - управление рисками со временем становится бюрократизированной процедурой, а впоследствии воспринимается как некая «необходимая» формальность;
- Со стороны акционеров - система управления рисками концентрирует внимание на нескольких наиболее важных и опасных рисках компании, при этом не дает комплексного понимания источников рисков и последствий их возможного наступления.

Очевидно, что в настоящее время назрела необходимость в разработке новой системы, которая позволяла бы акционерам адекватно и комплексно оценивать риски компании. Ключевым преимуществом такого инструмента должны стать простота в использовании и прозрачность результатов работы системы. Для акционеров важно получить такой инструмент, который бы снизил до минимума возможные манипуляции со

стороны менеджмента; инструмент, который бы давал комплексное понимание природы рисков в корпорации и оценивал их влияние на прогнозируемый финансовый результат; инструмент, позволяющий оценить эффективность использования бюджетов рисков в компании.

В основе такой системы лежит портфельная концепция работы с рисками: инструменты Value-at-Risk (VaR) и портфельная теория Марковица. Логика этих подходов заключается в следующем: риск отдельно взятой ценной бумаги можно описать двумя параметрами – ожидаемым значением и стандартным отклонением прогнозной доходности. Комбинируя в своем портфеле ценные бумаги с различной корреляцией, можно добиться такой ситуации, что наступление риска по одной ценной бумаге компенсируется получением более высокой доходности по другой бумаге.

Например, допустим, в нашем портфеле 2 акции: нефтедобывающей и нефтеперерабатывающей компании. В случае роста цен на нефть стоимость акции нефтедобывающей компании будет снижаться (т.к. компании необходимо покупать более дорогое сырье), одновременно стоимость акций нефтедобывающей компании будет расти; если цены на нефть упадут. Акции нефтепереработчика вырастут в цене, стоимость акции нефтедобытчика – снизится. Идея портфельного подхода заключается в том, чтобы при наступлении различных рисков в экономике, отрасли или компании ожидаемой доходности всего портфеля инвестора соответствовало бы наименьшее стандартное отклонение, т.е. минимальный разброс результатов, а значит - минимальный риск.

Перенести идеи портфельного управления рисками на корпоративный сектор в чистом виде невозможно. Где-то необходима адаптация подходов, где-то необходимо создавать новые предпосылки и правила.

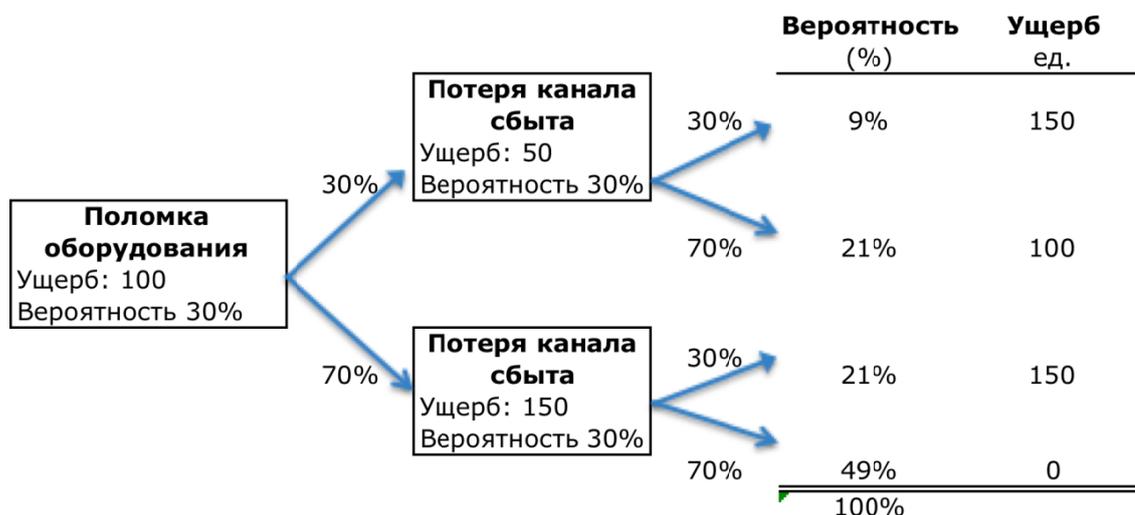
Общая концепция управления рисками для корпоративного сектора заключается в следующем: каждое функциональное направление в компании (центр финансовой отчетности или ценная бумага по аналогии с портфельным управлением) формирует собственный портфель рисков. Эти риски характеризуются вероятностью наступления и величиной ущерба корпорации. Ущерб в данном случае может быть выражен влиянием на какой-либо финансовый показатель компании - выручку, EBITDA, чистую прибыль, финансовые индексы и т.д. Собрав в портфеле функционального направления более одного риска, появляется возможность математически описать этот портфель рисков с помощью ожидаемого значения и стандартного отклонения финансового ущерба корпорации.

Важно отметить, что на этапе выявления и формализации рисков сосредоточена большая часть недостатков предлагаемой системы. Вероятно, ответственность за

определение вероятности наступления риска и величины его потенциального ущерба для компании будет лежать на руководителе функционального подразделения. Соответственно, у менеджмента появляется возможность для намеренного искажения информации в свою пользу. Однако, функционал риск-менеджера способен существенно снизить подобные манипуляции.

Портфели рисков функциональных направлений объединяются в портфель рисков компании, который описывается агрегированным ожидаемым значением и стандартным отклонением финансового ущерба. На этом этапе риск-менеджером выявляются риски, которые частично или полностью компенсируют друг друга. Например, производственный департамент определил, что в предстоящем году вероятность поломки оборудования 30%. Наступление этого риска приведет к «недовыпуску продукции» в размере 100 единиц. Коммерческий департамент, в своем портфеле рисков указал риск «потери каналов сбыта продукции (недопродажа)», который с вероятностью 30% приведет к не реализации 150 единиц продукции.

В случае наступления производственного риска, величина ущерба коммерческого риска снизится со 150 ед, до 50. Риски внутри корпорации компенсируют друг друга. На примере этих двух рисков можно получить распределение, состоящее из четырех элементов. На основе этого распределения уже возможно получить ожидаемую величину и стандартное отклонение ущерба компании.



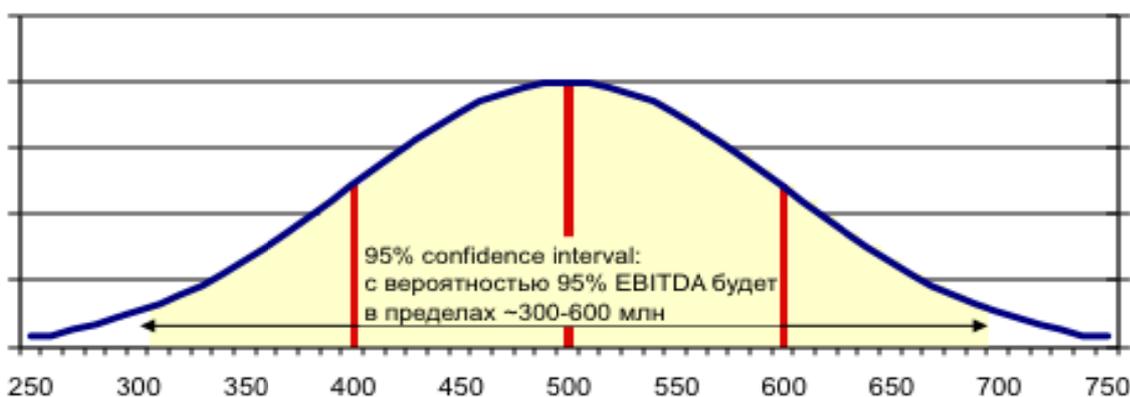
В целом, возможны два случая, когда риски компенсируют друг друга. Первый случай, когда наступление одного риска приводит к снижению *величины возможного ущерба* последующих рисков (этот случай описан выше). Второй случай, когда при наступлении одного риска, снижается *вероятность наступления* последующих рисков:

например, вероятность поломки оборудования в подготовительном цехе приведет к 30-ти дневному простоя производства. Соответственно, вероятность последующего риска «поломка оборудования на линии упаковки» должна быть скорректирована на 330/360, т.е. риск-менеджер снизит вероятность наступления последующих рисков на срок простоя оборудования. Математически подобная процедура описывается с помощью условной вероятности.

Определение ожидаемого значения и стандартного отклонения ущерба компании позволяет рассуждать о портфеле рисков компании с позиции закона нормального распределения случайных величин²⁸. На основе этого статистического инструмента можно вычислить, в каких диапазонах и с какой вероятностью будет находиться финансовый результат компании.

Например, компания, которая ориентирует свой портфель рисков на EBITDA, имеет ожидаемое значение 500 млн. и стандартное отклонение 100 млн. с вероятностью 95%. Ущерб для EBITDA будет находиться в пределах двух стандартных отклонений от ожидаемого значения: т.е. от 300 до 700 млн., с вероятностью 99% - в пределах трех стандартных отклонений - 200-800 млн.

Распределение EBITDA (млн)



Дальнейшим действием акционеров может быть – определение максимально допустимых пределов колебания финансового показателя. Например, для примера, описанного выше – акционеры могут установить нижний лимит колебания EBITDA. Допустим, что нижний лимит в пределах 95%-ого интервала не должен быть ниже 350 млн. В этом случае, начинается работа с портфелями рисков функциональных направлений, задача которых заключается либо в снижении вероятности наступления

²⁸ Для нормального распределения необходимо не менее 30 элементов в выборке, что соответствует 5 рисками в портфеле рисков компании. (Количество вариантов в дереве решений, на основе которого будет находиться стандартное отклонение $2^5=32$)

риска, либо в минимизации ущерба. Определяется чувствительность каждого риска к портфелю рисков. Выявляются риски, вносящие наиболее серьезный вклад в портфель рисков корпорации.²⁹ Начинают работать те инструменты, которые уже хорошо известны и внедрены в корпорациях: определяются затраты на минимизацию финансового ущерба, увеличение управляемости риском. Формируется бюджет на работу с рисками, распределение средств из бюджета на управление риском происходит с учетом влияния каждого отдельного риска на портфель рисков компании.

Предлагаемый подход не является кардинально новой разработкой в области управления рисками. Его задача – систематизировать работу риск-менеджера и дать представление о том, насколько сильно и какие именно риски компании более всего влияют на ее результат. Подобный инструмент крайне полезен акционерам и менеджерам компании: с его помощью можно визуализировать, в каких пределах будут находиться прогнозные финансовые показатели компании.

В условиях существующей нестабильности в экономической ситуации, интерес к тематике риск-менеджмента обостряется. Очевидно, что те корпорации, в которых система управления рисками превратилась в «формальную повинность» менеджмента перед акционерами, прежде всего, заинтересованы в получении доступного и эффективного инструмента управления рисками. Предлагаемый подход имеет потенциал стать именно таким управленческим инструментом.