

УДК 338

## ПРИНЦИПЫ УПРАВЛЕНИЯ ДЕРИВАТИВАМИ В НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЯХ

П.И. ПАНЬКОВ

(Полоцкий государственный университет)

*В дополнение к универсальным принципам управления обоснованы и предложены частные принципы управления деривативами в нефинансовых организациях, которые учитывают специфику применения производных инструментов в организациях реального сектора экономики. В частности, предложены принципы дифференциации между операциями хеджирования рисков и спекулятивными операциями, исключения конфликта интересов и вовлеченности высшего руководства в процесс управления деривативами в нефинансовых организациях. В результате соблюдение предлагаемых принципов позволит исключить возникновение проблемных ситуаций, вызванных наличием деривативов в деятельности нефинансовых организаций.*

**Ключевые слова:** деривативы, принципы, управление, нефинансовые организации.

**Введение.** Процесс управления предполагает последовательное прохождение соответствующих этапов: подготовка и принятие управленческого решения, реализация принятого управленческого решения и последующая оценка эффективности совершенных действий, и управление деривативами в нефинансовых организациях в этом плане не является исключением. Даже если в нефинансовой организации прямо не говорится об управлении деривативами, применение производных инструментов в деятельности хозяйствующего субъекта позволяет рассматривать данный процесс с позиций управленческой теории. Традиционно деривативы применяются нефинансовыми организациями для хеджирования рыночных рисков, которые оказывает негативное влияние на основную деятельность, реже – для открытия спекулятивных позиций с целью получения дополнительной прибыли. В любом случае, наличие деривативов в портфеле нефинансовой организации требует адекватных управленческих решений, учитывающих специфику производных инструментов. Проблема заключается в том, что организационные структуры, подходы к управлению и ведению бизнеса в целом существенно отличаются от одной организации к другой, в результате достаточно сложно предложить универсальные решения по управлению деривативами, подходящие для всех ситуаций и для всех нефинансовых организаций. Поэтому считаем более эффективным предлагать не конкретные решения, а принципы управления деривативами, которые будут актуальны для всех нефинансовых организаций. В этой связи цель работы заключается в разработке принципов управления деривативами в нефинансовых организациях, для достижения которой будут решены следующие задачи:

- рассмотреть существующие принципы управления;
- предложить принципы управления деривативами в нефинансовых организациях;
- разработать обоснования для выделения предлагаемых принципов управления деривативами в нефинансовых организациях.

**Основная часть.** Разнообразие организационных структур нефинансовых организаций осложняет разработку универсальной последовательности действий по внедрению и дальнейшему расширению практики применения деривативов. То, что получилось на одном предприятии, не обязательно подойдет другим, так как исполнители, рабочий процесс и взаимодействие между сотрудниками могут существенно отличаться от одной организации к другой. Возможным решением проблемы адаптации подходов к управлению деривативами к условиям конкретной нефинансовой организации, по нашему мнению, будет соблюдение управленческих принципов.

Как отмечают Удалов Ф.Е., Алёхина О.Ф. и Гапонова О.С., «существует множество трактовок принципов управления. В то же время вырабатываются новые принципы управления, адекватные современным условиям <...> кроме этого частные принципы управления применимы и справедливы в ограниченной области управленческой деятельности. Среди общих принципов управления, применимых ко всем видам управленческой деятельности, можно выделить следующие принципы: эффективности, научной обоснованности, системности, конкуренции, разделения труда, стимулирования, оптимального сочетания централизации и децентрализации» [1, с. 17].

Применительно к управлению деривативами в нефинансовых организациях считаем, что универсальные управленческие принципы будут применимы и в сфере производных инструментов, однако их необходимо дополнить частными принципами, учитывающими специфику деривативов как объекта управления. Поэтому конкретно для целей управления деривативами в нефинансовых организациях предлагаем следующие частные принципы.

1. *Принцип дифференциации между операциями хеджирования рисков и спекулятивными операциями.* Если кратко обобщить суть данного принципа, то его можно сформулировать следующим образом.

Если деривативы применяются для хеджирования рисков, то цель их применения состоит в повышении прогнозируемости будущих денежных потоков и защите от неблагоприятного движения рыночных переменных. Данные цели сами по себе не предполагают извлечения дополнительной прибыли, поэтому хеджирование рисков должно быть отделено от торговых спекулятивных операций с деривативами, направленных на извлечение дополнительной прибыли от изменения рыночных переменных. Если такое разграничение не будет проводиться на всех стадиях управления деривативами – высока вероятность того, что хеджирующие операции окажутся высоко рискованными спекулятивными операциями, которые осуществлять не планировалось.

С точки зрения фундаментальной теории, данный вопрос рассмотрен А.Н. Бурениным: «... современный взгляд на хеджирование теоретически открывает хеджеру возможность снизить цену, уплачиваемую спекулянту за риск, за счет более качественного анализа информации. Однако вряд ли можно согласиться с данной мыслью, поскольку, ожидание получения прибыли от хеджирования превращают хеджера в спекулянта. Кроме того <...> снижается не цена страхования как таковая, а просто хеджируется только часть базисных активов, оставшаяся же часть остается не хеджированной. Если говорить о снижении цены хеджирования за счет более качественной информации, то этого можно достигнуть только за счет выбора более оптимальной стратегии страхования, так как современный рынок предоставляет значительное разнообразие средств в этом отношении <...> Однако анализ будущей информации способен принести положительный эффект только очень опытному аналитику, другими словами, спекулянту, который профессионально занимается данным видом деятельности» [2, с. 76–77]. Таким образом, основная особенность хеджирования рисков с помощью деривативов заключается в очень тонкой грани между собственно хеджированием и спекулятивными операциями, которую, тем не менее, необходимо проводить, так как в противном случае высока вероятность бесконтрольного применения деривативов, и, как следствие, получения убытков, не связанных с основной деятельностью.

2. *Принцип исключения конфликта интересов.* Предлагаемый нами принцип исключения конфликта интересов касается вопросов хеджирования рисков в нефинансовых организациях и связан с темой централизации функции по управлению рисками на корпоративном уровне. Для того чтобы раскрыть суть предлагаемого принципа сначала необходимо рассмотреть современные тенденции корпоративного риск-менеджмента, так как хеджирование рисков с помощью деривативов может быть элементом централизованной корпоративной системы управления рисками.

«Корпоративное управление рисками (Enterprise risk management – ERM) – это интегрированный и непрерывный процесс управления общеорганизационными рисками, включая стратегические, финансовые, операционные, комплаенс и репутационные риски с целью минимизации непредвиденных отклонений в деятельности и максимизации внутренней стоимости фирмы. Этот процесс позволяет правлению и руководству принимать более обоснованные решения о риске/доходности путем определения фундаментальных требований в политике по управлению рисками (включая аппетит к риску), анализа рисков, управления рисками, а также мониторинга и отчетности» [3, р. 11]. Такой подход предполагает выделение в нефинансовой организации отдельной службы по управлению рисками, которая возглавляется директором по рискам (chief risk officer – CRO).

Отметим, что практика корпоративного риск-менеджмента отличается между финансовыми и нефинансовыми организациями. Так, в исследовании Deloitte Global Risk Management, проведенном в 2013 году, указано, что «89% мировых финансовых организаций имеют в своем штате CRO или эквивалентную позицию. Более того, 80% учреждений заявили, что их CRO отчетливо перед генеральным директором и имеет формальные отношения отчетности со своим советом директоров» [4]. Однако за пределами финансового сектора тенденции корпоративного риск-менеджмента существенно отличаются. В исследовании 2012 года, подготовленном McKinsey & Company, указывалось, что «в отличие от финансовых институтов, большинство нефинансовых организаций по-прежнему не имеют позиции CRO, оставляя де-факто роль риск-менеджера финансовому директору. Кроме того, цели совершенствования ERM различаются в зависимости от двух секторов: финансовые учреждения стремятся улучшить свою культуру риска, ИТ и инфраструктуру данных, в то время как корпорации сосредоточены на улучшении решений и процессов, связанных с риском» [5].

По нашему мнению, идея централизованного корпоративного риск-менеджмента больше подходит финансовым организациям, так как для них устанавливаются регуляторные требования по размеру рисков и соответствующих резервов, поэтому практика централизованного корпоративного риск-менеджмента более развита именно в финансовой сфере. Однако перенесение практики финансового учреждения по управлению рисками на деятельность нефинансовых организаций – задача нетривиальная и связана с рядом сложностей, так как деятельность в реальном и финансовом секторах существенно отличается. Поэтому нефинансовым организациям требуется либо провести трудоемкую работу по адаптации существующих практик корпоративного риск-менеджмента под свою деятельность, либо разработать собственную систему корпоративного риск-менеджмента.

Как отмечают Alviniussen & Jankensgard, «внедрение системы корпоративного риск-менеджмента сулит компании много преимуществ. Ознакомившись с литературой по этому вопросу, вы поймете, что ERM, помимо прочего, снизит частоту неожиданностей, приведет к лучшему распределению ресурсов, улучшит принятие решений по реагированию на риски и сократит дорогостоящее дублирование деятельности по управлению рисками. На практике многие компании обнаруживают, что эти преимущества не всегда легко материализуются. Влиятельные менеджеры и бизнес-единицы сталкиваются с потенциальной потерей автономии и вынуждены соблюдать новые требования к отчетности. В компаниях, где переменам сопротивляются, ERM рискует превратиться в изолированный процесс, результаты и мнения которого в значительной степени игнорируются лицами, принимающими решения. Эти так называемые призрачные ERM-программы мало или вообще ничего не приносят компании» [6, р. 59].

В итоге централизованная система корпоративного риск-менеджмента в нефинансовой организации может присутствовать, а может и отсутствовать – это выбор собственников компании. Однако в случае централизации данной функции формируются условия для возникновения конфликта интересов, который заключается в следующем. Если в качестве критерия оценки эффективности работы какой-либо бизнес-единицы или конкретного менеджера определена величина, зависящая от движения рыночных переменных, возникает вполне резонный мотив хеджировать рыночные риски с целью достижения заданного критерия эффективности. Однако если функция риск-менеджмента централизована, то вопросы о хеджировании рисков будут принимать лица соответствующего централизованного органа по управлению рисками, а не конкретные исполнители, на зарплаты и бонусы которых влияют хеджируемые риски.

Рассмотрим условный пример. В качестве критерия для выплаты бонусов по итогам года директору нефтеперерабатывающего завода, входящего в группу компаний, определена прибыль до налогообложения. При этом в бизнес-плане заложена цена на нефть в размере 75 долл. за баррель. В случае, если цена нефти снизится и у директора появится возможность зафиксировать с помощью деривативов итоговый размер прибыли до налогообложения по результатам года, он это сделает, так как такая стратегия хеджирования рисков обеспечит получение соответствующих бонусов. Однако, предположим, что для всей группы компаний, где реализована централизованная система корпоративного риск-менеджмента, аналитики по рискам пришли к выводу, что в целом для группы хеджировать риски с помощью деривативов нецелесообразно, так как на уровне группы компаний обеспечивается естественное хеджирование рисков. В результате возникает конфликт интересов – директор нефтеперерабатывающего завода хотел бы зафиксировать годовую прибыль на уровне, обеспечивающем выплату бонусов, а отдел риск-менеджмента из головного офиса не позволяет ему это сделать. Единственное решение в данном случае – установить такие критерии эффективности работы (key performance indicators (KPI)), которые, максимально, насколько возможно, не пересекаются с теми рисками, которые управляются централизованно в данной организации.

Аналогичная ситуация может возникнуть не только в группе компаний, но и в отдельной организации. Например, когда для отдела сбыта определены целевые показатели, связанные с рыночными рисками, которые можно хеджировать, но при этом принятие решений относительно хеджирования рисков осуществляется исключительно финансовым отделом без учета мнения и интересов отдела сбыта. В данном случае решением будет либо включение специалистов отдела сбыта в рабочие группы по хеджированию рисков, либо опять же определение таких показателей эффективности работы, которые не зависят от рисков, управляемых другим отделом.

Таким образом, принцип исключения конфликта интересов можно кратко сформулировать следующим образом. Ключевые показатели деятельности отдельных бизнес-единиц должны максимально исключать влияние рисков, которые управляются независимо от интересов данных бизнес-единиц. В противном случае необходимо при разработке стратегий хеджирования рисков учитывать интересы всех заинтересованных бизнес-единиц.

3. *Принцип вовлеченности высшего руководства в процесс управления деривативами в нефинансовых организациях.* Данный принцип можно сформулировать следующим образом: высшее руководство нефинансовой организации должно не только оценивать результаты применения деривативов, но и принимать активное участие в планировании и определении целей применения деривативов.

Выделение данного принципа обусловлено субъективным характером восприятия результатов применения деривативов, прежде всего в случае хеджирования рисков. Цель хеджирования рисков заключается в фиксации будущих денежных потоков на определенном приемлемом значении, однако в случае, если без хеджирования можно было бы получить больше прибыли – у руководства срабатывает естественная жадность. Тот факт, что на момент принятия решения о хеджировании рисков итоговый результат не был известен, отходит в данном случае на второй план. Объяснить и доказать это руководителям уже по факту, после того как прибыль недополучена, скорее всего, невозможно. В результате высока вероятность взысканий в отношении разработчиков и исполнителей программы хеджирования. Считаем, что единственный способ исключения данного негативного проявления восприятия результатов хеджирования – привлечь руководство к разработке программы хеджирования рисков на стадии планирования. В данном случае руководители будут разделять ответственность за итог применения деривативов с исполнителями, и, как следствие, управленческие решения в данной сфере будут более обдуманными и взвешенными.

**Закключение.** Таким образом, в дополнение к известным универсальным принципам управления нами обоснованы и предложены частные принципы, учитывающие специфику применения деривативов в нефинансовых организациях: принцип дифференциации между операциями хеджирования рисков и спекулятивными операциями; принцип исключения конфликта интересов; принцип вовлеченности высшего руководства в процесс управления деривативами в нефинансовых организациях.

Соблюдение данных принципов при управлении деривативами в нефинансовых организациях позволит исключить возникновение проблемных ситуаций, вызванных наличием производных инструментов. Среди ситуаций, которые будут устранены при соблюдении предложенных принципов, можно выделить проблему превращения инструментов хеджирования в спекулятивные инструменты, подвергающие организацию повышенному риску, а также риск того, что такой переход будет обнаружен уже по факту, после получения существенных незапланированных убытков, не связанных с основной деятельностью. Кроме этого следование предложенным принципам позволит улучшить корпоративную среду принятия и реализации управленческих решений в отношении деривативов за счет исключения конфликта интересов между отдельными бизнес-единицами, и результаты применения деривативов будут оцениваться руководством объективно, с учетом ситуации, которая предшествовала принятию соответствующих управленческих решений. В итоге повысится качество управления деривативами в нефинансовых организациях независимо от специфики конкретного хозяйствующего субъекта.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Удалов, Ф.Е. Основы менеджмента : учеб. пособие / Ф.Е. Удалов, О.Ф. Алёхина, О.С. Гапонова. – Н. Новгород : Нижегород. гос. ун-т, 2013. – 363 с.
2. Буренин, А.Н. Срочный рынок в макроэкономическом регулировании : дис. ... д-ра. экон. наук : 08.00.01 / А.Н. Буренин. – М., 1997. – 234 л.
3. Lam, J. Implementing Enterprise Risk Management: From Methods to Applications / J. Lam. – Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2017. – 412 p.
4. Global Risk Management Survey, Eighth Edition: "Setting a Higher Bar", Deloitte Touche Tohmatsu Limited, 2013 // Deloitte [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/risk/us\\_en\\_globalglobalrisk8\\_23072013.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/risk/us_en_globalglobalrisk8_23072013.pdf). – Дата доступа: 30.08.2020.
5. Enterprise Risk Management, McKinsey&Company, 2012 // McKinsey [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/dotcom/client\\_service/risk/working%20papers/40\\_whats%20different%20in%20the%20corporate%20world.ashx](https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/dotcom/client_service/risk/working%20papers/40_whats%20different%20in%20the%20corporate%20world.ashx). – Дата доступа: 30.08.2020.
6. Fraser, J. Implementing enterprise risk-management: case studies and best practices / John R. S. Fraser, B. J. Simkins, K. Navarez. – Canada : Wiley, 2015. – 690 p.

Поступила 29.10.2020

#### PRINCIPLES OF MANAGING DERIVATIVES IN NON-FINANCIAL ORGANIZATIONS

**P. PANKOV**

*In addition to the universal principles of management specific principles of derivatives management in non-financial organizations have been substantiated and proposed, taking into account the peculiarities of derivatives usage in organizations of the real sector of the economy. In particular, the proposed principles are: differentiation between risk hedging operations and speculative operations, exclusion of conflicts of interest and involvement of senior management in the process of managing derivatives in non-financial organizations. As a result, compliance with the proposed principles will eliminate the occurrence of problematic situations caused by the presence of derivatives in the activities of non-financial organizations.*

**Keywords:** derivatives, principles, management, non-financial organizations.