УДК 65.01 + 331.1 + 336.7 + 336.64

JEL M12, G32, G34

DOI: 10.17213/2312-6469-2019-3-184-197

ПОКАЗАТЕЛИ РИСКА В СИСТЕМЕ МОТИВАЦИИ МЕНЕДЖМЕНТА ФИНАНСОВЫХ КОМПАНИЙ

© **И.В. Кузнецова** 2019

***Московский государственный областной университет, г. Мытищи,
Московская область, Россия***

Работа посвящена мотивационному аспекту реализации парадигмы риск-ориентированного управления финансовыми компаниями. Необходимость включения показателей риска в их схемы премирования аргументируется двояко. Во-первых, трансформация и перераспределение рисков составляют основу всех операционных моделей, применяемых в отрасли. Во-вторых, это, по мнению автора, снизит стимулы для дискреционного поведения менеджеров, будет способствовать достижению баланса интересов всех сторон корпоративных отношений, то есть устранению предпосылок корпоративного конфликта. Обсуждается целесообразность использования различных метрик риска в структуре бонусных планов. Приоритет автором отдается показателям доходности на капитал с учетом риска (RARoC). Для оценки последнего привлекается концепция экономического капитала (ECap), универсальный характер которой позволяет встроить полученный индикатор в любую архитектуру КПЭ руководителей финансовой компании. Построен ряд индикаторов доходности с учетом риска, одни из которых могут выступать КПЭ в системе премирования высших администраторов, другие - управляющих отдельным портфелем.

Ключевые слова: *система мотивации, финансовая компания, метрики риска, ключевой показатель эффективности, дискреционное поведение, доходность с учетом риска, экономический капитал.*

THE RISK INDICATORS IN MANAGEMENT BONUS PLANS OF FINANCIAL COMPANIES

© **I.V. Kuznetsova** 2019

Moscow Region State University, Mytishchi, Moscow region, Russia

This work is dedicated to the motivational aspect of the paradigm realization of the risk-oriented management of financial companies. The need to include risk indicators in their bonus schemes is justified in two ways. First, the transformation and redistribution of risks form the basis of all the operating models used in the industry. Second, this, according to the author, will reduce the incentives for the discretionary behavior of managers, will help to achieve a balance of interests of all agents of corporate governance, that is, to eliminate the prerequisites of corporate conflict. The feasibility of using various risk metrics in the struc-

ture of bonus plans is discussed. The priority is given to the risk-adjusted return on capital (RARoC). To assess the latter, the concept of economic capital (ECap) is used, the universal nature of which allows to the obtained indicator to be embedded in any KPI architecture of financial company executives. A number of indicators of risk-adjusted return were built, some of them may be KPIs' of the bonus system of top managers, others - of a separate portfolio managers.

Keywords: *motivation, executive compensation, bonus plan, finance company, risk metrics, KPI, discretionary behavior, risk-adjusted return, economic capital.*

Введение

Ключевые принципы мотивации работников являются универсальными и не зависят от рода организации, уровня должностной иерархии. Их инвариантность к типу управленческой структуры, форме владения компанией проистекает из глубокой связи с самыми базовыми социально-психологическими установками и потребностями индивида. В тоже время преломление этих принципов в социально-экономических и технологических условиях, сложившихся в конкретной отрасли или «популяции» компаний, приводит к появлению специфических элементов в системах мотивации, применяемых их представителями. Разумеется, не следует игнорировать и особенности восприятия зависимости между затрачиваемыми усилиями и ценностью вознаграждения отдельным работником (если вера в ее существование окончательно не утрачена) [1]. Без сомнения, модель мотивации компании приобретает тем более заверченный вид, чем более индивидуализированной она становится. Если, конечно, обратной стороной последней при этом не оказывается абсолютная субъективность и непрозрачность индивидуальных оценок.

В работе рассматриваются особенности систем мотивации в компаниях финансового сектора, трактуемых расширительно: банки, небанковские кредитные организации, микрофинансовые организации, лизинговые, факторинговые, страховые компании, компании – профессиональные участники рынка ценных бумаг (в том числе управляющие компании и другие представители индустрии коллективных инвестиций). Объединяющим их признаком служит деятельность в сфере финансового посредничества, т.е. возмездное перераспределение денежных ресурсов от одних экономических агентов к другим на условиях срочности и возвратности (исключая бизнес в сфере платежных услуг¹).

Как известно, вкладчики и держатели долговых инструментов банка принимают риск полной или частичной потери своих инвестиций. В тоже самое время банк несет риск невозврата ссуд, предоставленных заемщикам. Поэтому если попытаться охарактеризовать содержание финансового посредничества менее формально, можно указать, что перечисленные вы-

¹ Где транзакции имеют определенный срок, но не носят возвратного характера.

ше институты выступают в качестве покупателей и одновременно продавцов финансового риска, извлекающих доход из соответствующего арбитража. Таким образом, управление рисками собственных операций или активов, полученных в доверительное управление, оказывается самой основой их существования. Следовательно, в центр системы мотивации персонала финансовой компании должны быть поставлены не только показатели прибыльности и объемов продаж, но и индикаторы уровня риска.

Однако включение индикаторов риска в систему мотивации менеджмента (в первую очередь, высшего) полезно не только в компаниях финансового сектора. Одной из ключевых в практике корпоративного управления является проблема дискреционного поведения менеджмента [2]. Причем последняя может проявляться как в классической форме - противоречия реальных целевых установок менеджмента и владельцев компании, так и в виде коллизии между стратегией менеджмента, ключевых акционеров (занимающих в этом случае консолидированную позицию) и приоритетами инвесторов в долговые инструменты компании, кредиторов [2].

Классический пример дискреционного поведения демонстрирует исполнительный менеджмент компании, который проводит крайне агрессивную финансовую и инвестиционную политику, руководствуясь исключительно целью максимизации собственных краткосрочных вознаграждений, в ущерб интересам долгосрочного развития компании и повышения ее акционерной стоимости. Встречается и обратная ситуация: менеджеры настойчиво избегают принятия дополнительных рисков, так как убеждены, что они никак не увеличат их индивидуальные выгоды. Это негативно сказывается на конкурентных позициях компании, динамике ее бизнеса, перспективах и, в конечном счете, на акционерной стоимости.

Приведенные примеры заставляют задуматься о взаимосвязи мотивационных программ компаний с их системами управления рисками. В частности, представляется, что прямые или косвенные индикаторы риска, если они появятся среди ключевых показателей эффективности (КПЭ) первой категории менеджеров, станут задавать «пределы разумного», служа неявным препятствием для претворения в жизнь их «наполеоновских планов»¹.

Высших администраторов во втором случае, напротив, следует мотивировать на риск или, точнее, более избирательно уклоняться от него, чему должны способствовать различные виды переменного вознагражде-

¹ В силу увязки размера премиальных выплат с отклонением фактических значений этих индикаторов от уровней, заданных в бонусном плане. Условия привлекаемого компаниями финансирования часто содержат предельные показатели левриджа, расходов на обслуживание долга - в виде ковенант. Вопрос в том, как будет оцениваться их соблюдение [2], а также в трансляции ковенант в КПЭ менеджмента.

ния. Но эта ситуация находится за рамками предметной области настоящей работы и нуждается в отдельном рассмотрении.

В «неклассическом», но весьма распространенном случае корпоративных противоречий, где по одну сторону оказываются основные акционеры и менеджмент, а по другую – долговые инвесторы и, возможно, миноритарные акционеры, дополнение КПЭ менеджмента индикаторами риска способно выступить смягчающим фактором. Независимые члены совета директоров, исключительно из числа которых, согласно рекомендациям Кодекса корпоративного управления, формируются комитет по вознаграждениям и комитет по аудиту (пп.2.8 [3]), теоретически, могли бы обеспечить разработку подобных КПЭ и их объективный мониторинг¹. В тоже время российских независимых директоров сложно заподозрить в том, что они не согласуют свои ключевые действия с повесткой дня основных акционеров компаний. Поэтому возможность достижения с их помощью баланса интересов всех участников корпоративных отношений вызывает известные сомнения. Более того, в 2014 г. норма об обязательном наличии независимых членов в составе совета директоров была исключена из перечня требований, предъявляемых организатором торгов на Московской бирже к компаниям для включения их облигаций в котировальный список первого уровня (для акций она сохранена). Из нормативного документа государственного регулятора рынка ценных бумаг это условие исчезло годом ранее [4].

Впрочем, повышение качества корпоративного управления – только один из аспектов проблемы. Необходимость встроенных в систему мотивации высшего и среднего менеджмента ограничителей риска имеет и весьма общие социально-психологические предпосылки.

В-первых, большинство индивидов склонно действовать ситуативно и стремится максимизировать свое благосостояние «здесь и сейчас». В организациях, практикующих частые смены ключевого менеджмента, слабо коррелирующие с его реальной результативностью, такой подход нередко показывает себя вполне рациональным. Во-вторых, связь доходности инвестиций и их риска часто носит существенно нелинейный характер и с определенного момента рост риска начинает опережать увеличение прибыли, что важно своевременно учесть. В-третьих, не следует переоценивать степень сознательности менеджмента, точнее его способности «вовремя остановиться» (в силу инерционности мышления, нежелания ломать сложившиеся технологии, взаимоотношения).

Немаловажную роль в ограничении потерь от реализации риска играют лимиты риска, установление которых в финансовых компаниях является рутинной практикой. Однако, как правило, их значения определяет тот же круг лиц, что и принимает основные решения о развитии бизнеса:

¹ Кодекс корпоративного управления также указывает на целесообразность назначения председателем совета директоров независимого директора.

исполнительные, а также различные совещательные органы (комитеты). Коллизия интересов у их членов в такой ситуации заложена изначально и ее не устраняет исключение руководителя службы риск-менеджмента из числа лиц, обладающих правом голоса на заседании некоторых совещательных органов, как это предлагает Банк России [5, 6].

Определение индикаторов риска

Утверждение о том, что ориентация мотивационных программ финансовых компаний исключительно на маржинальность бизнеса и темп его роста без прямого их соотнесения с уровнем принимаемого риска способна давать ошибочные (иногда и просто опасные) стимулы менеджменту, кажется бесспорным. Но все же будут нелишними некоторые комментарии.

Когда риск реализуется, то он, скорее всего, повлияет на значения таких традиционных метрик бонусного плана менеджмента, как отдача на капитал и рост прибыли, в той мере, в которой его последствия отразятся в показателях отчетности компании. Задача состоит в том, чтобы мотивировать менеджмент принимать меры превентивно, занимать проактивную позицию в вопросах ограничения/снижения величины рисков при должном уровне их осознания¹.

Тем самым, рассматриваемая проблема оказывается тесно переплетенной с количественной оценкой рисков. Однако в данном случае требуют обсуждения не фундаментальные принципы измерения риска или границы применимости отдельных аналитических моделей. К настоящему моменту теория и практика риск-менеджмента накопили богатый инструментарий и имеют в своем арсенале продвинутый математический аппарат. Необходимо определить, какие меры риска (финансовые метрики, нефинансовые количественные показатели) наиболее разумно для обсуждаемых целей включить в состав КПЭ высших менеджеров финансовых компаний.

Вопрос не столь очевиден, каким он выглядит на первый взгляд. Анализ риск-профиля крупнейших зарубежных и российских кредитных организаций² предсказуемо показывает господствующую позицию, занимаемую кредитным риском. Влияние всех видов рыночного риска, а также операционного риска значительно меньше. Особняком стоит риск ликвидности, который не имеет прямого выражения в терминах убытка/капитала [6].

Простейшим измерителем кредитного риска являются резервы на возможные потери, которые финансовые организации формируют против отдельных категорий своих вложений при отражении их в учетных системах. До 2018 г., согласно действовавшему тогда стандарту МСФО 39, этот резерв отражал фактическое обесценение финансовых инструментов. С

¹ Понятие «осознание риска» (risk awareness) – отправная точка передовых практик управления рисками компаний финансового сектора, базовый элемент их управленческой культуры.

² На основе стандартизированных регуляторных показателей, а также отчетности по результатам внутренних процедур оценки достаточности капитала – ВПОДК (ICAAP).

введением МСФО 9 он стал ассоциироваться с «ожидаемыми кредитными убытками». Казалось бы, дополнение перечня КПЭ таким «готовым» (содержащимся в финансовой отчетности) индикатором уровня кредитного риска решает задачу, причем, весьма прозрачным для акционеров и иных заинтересованных лиц образом. Однако перевод этой простой идеи в практическую плоскость наталкивается на ряд затруднений.

Объем финансовых инструментов, являющийся расчетной базой такого резерва, в отчетном периоде может существенно снизиться или возрасти, что повлияет на величину резерва, даже при неизменном уровне кредитного риска заемщиков/эмитентов долговых инструментов. Это приводит к мысли использовать в КПЭ не абсолютный, а относительный показатель величины резервов, который по сложившейся традиции называют «стоимость риска» (*Cost of Risk, CoR*), хотя речь идет лишь о кредитном риске. Корректный механизм расчета *CoR* передает следующая формула:

$$CoR = \frac{ЧР РВП + ЧР РФИ}{Сред Об ФИ} \cdot 100\%, \quad (1)$$

где ЧР РВП – чистые (за вычетом доходов от восстановления резервов) расходы по формированию резервов за отчетный период. Подчеркнем, что показатель ЧР РВП правильнее определять на основе доходов и расходов, связанных с регулированием резервов, а не самого движения резервов. Резервы могут сокращаться при списании за счет них безнадежной задолженности с баланса, а такая операция не отражает каких-либо достижений менеджмента организации в вопросе управления ее рисками. Не влияет она и на финансовый результат компании.

ЧР РФИ – чистый финансовый результат от уступки (цессии) третьим лицам прав требований по финансовым инструментам, входившим в расчетную базу резерва, если указанные сделки имели место в отчетном периоде. Во избежание двойного счета ЧР РФИ следует вычислять без учета доходов от восстановления резервов, которые были созданы против уступаемых активов к моменту их списания с баланса на основе договора цессии (заключенному, например, с коллекторским агентством).

Сред Об ФИ – средняя за отчетный период стоимость позиций в финансовых инструментах, являвшихся элементами расчетной базы резерва без сальдирования на его размер.

Второе слагаемое в знаменателе (1) элиминирует искажающее влияние, оказываемое на величину первого сделками цессии. Происходящее вследствие них восстановление резервов занижает размер потерь от реализации кредитного риска, характеризуемый показателем ЧР РВП.

Формула (1) должна применяться лишь для тех финансовых инструментов (ссуд, облигаций и пр.)¹, которые составляют расчетную базу резерва под ожидаемые кредитные убытки и при этом относятся к зоне от-

¹ Понятие финансового инструмента определено в МСФО 32.

ветственности TOP-менеджера, в КПЭ которого предполагается включить соответствующий показатель *CoR*.

Мы полагаем, что с позиций инвесторов финансовой компании (контролирующих и миноритарных акционеров, кредиторов) выбор *CoR* в качестве показателя КПЭ управляющих, выражающего степень их успешности в обеспечении баланса между риском и доходностью, является не самым оптимальным.

Во-первых, величина *CoR* неявно уже учтена в показателе рентабельности бизнеса ($RoAA$, $RoAE$, NIM^1), который, как правило, присутствует в перечне КПЭ высших администраторов.

Во-вторых, *CoR* является индикатором только кредитного риска, да и то не всего, а лишь его части, называемой ожидаемыми потерями (EL)². Очевидно, что математическое ожидание потерь по портфелю, каковым является EL , характеризует функцию их распределения в неполной степени.

В-третьих, включение *CoR* в состав КПЭ менеджмента стимулирует его искусственно занижать абсолютный размер резервов за счет неадекватно низких оценок вероятности дефолта заемщиков и контрагентов, завышения стоимости обеспечения и в целом нормы возмещения при дефолте. Недоформирование резерва, по существу, означает сокрытие части потерь, перекладывание их признания на будущее. Кроме того, это прямой путь к конфликтам с надзорным органом, аудиторской компанией.

Важность фактического значения *CoR* для выполнения условий бонусного плана также может создать у менеджмента соблазн манипулировать объемным показателем – размером портфеля вложений. Дело заключается том, что достаточно сильный рост его общей величины в состоянии опередить динамику просроченной задолженности, в особенности, если учесть наличие у проблемных ссуд некоторого «периода вызревания» (далеко не всегда просрочка возникает с даты первого платежа, нередко сами условия кредитного продукта предполагают отложенный характер ее признания). Действуя в этом направлении, менеджмент постарается обеспечить дополнительные объемы кредитования, которые бы в существенной степени подавили влияние прироста резервов на значение CoR ³. Не исключено, что управляющие при этом попробуют учесть календарный фактор: активное наращивание портфелей вложений в 3-4 кварталах может благо-

¹ NIM (net interest margin) – чистый процентный доход финансовой компании после резервов: разность процентных доходов и расходов за вычетом чистого финансового результата от формирования резервов, отнесенная к среднему объему активов, генерирующих указанный доход.

² В отсутствии случаев списания безнадежной задолженности за счет резерва и цессий *CoR* будет определяться приростом EL в расчетном периоде, отнесенном к среднему размеру портфеля.

³ С количественной точки зрения это – простое следствие свойств дробно-линейной функции, каковой является *CoR* (см. Приложение 1).

творно сказаться на величине *CoR*, замеряемой для оценки выполнения КПЭ при расчете суммы бонуса по итогам заверченного года.

Помимо кредитного риска необходимо учесть в КПЭ другие виды риска. Если некоторые разновидности компаний финансового сектора могут не принимать рыночного риска (например, небанковские кредитные организации, которые осуществляют расчетные операции, управляющие компании инвестиционных фондов¹), то операционным рискам подвержены все его представители. Операционный риск принято определять как «риск убытков в результате неадекватных или ошибочных внутренних процессов, действий сотрудников и систем или внешних событий» [7, с. 128]. Категория «операционный риск» в приведенной трактовке включает в себя юридический риск, но исключает стратегический и репутационный риски. Обычно его относят к нефинансовым рискам, хотя подобная классификация довольно условна, в том числе, из-за взаимной конверсии рисков: первоисточником нефинансового риска может быть кредитный или рыночные риски (возможна и обратная ситуация).

Распространено суждение о том, что в состав КПЭ менеджмента в рамках риск-ориентированной парадигмы управления желательно включить уровень потерь от реализации операционного риска и/или число инцидентов этого вида риска, выявленных в отчетном периоде. Мы склонны считать, что при всей внешней логичности и простоте такой подход не будет достигать своей цели и даже может приводить к противоположным результатам.

Многие инциденты операционного риска не оказывают прямого влияния на расходы компании, то есть последствия только части инцидентов просматриваются в отчете о прибылях и убытках. Включение в бонусный план управляющих размера убытков от операционного риска или показателя, производного от числа его инцидентов, на наш взгляд, переведет риск в латентную форму, затруднит своевременное выявление его источников (уязвимостей технологий, процессов).

Действительно, при наличии подобного рода показателя в системе бонусирования менеджмент приложит все усилия для сокрытия риск-инцидентов и уязвимостей и/или занижения их значимости (исключая случаи, когда они уже были признаны в составе финансового результата компании). Очевидно, что для руководителей компании такая стратегия выполнения КПЭ имеет шанс оказаться более результативной, нежели длительная работа по выявлению изъянов внутренних процессов и их улучшению. Тем более, что часть из них может находиться вне сферы полномочий конкретного управленца и он единолично не сможет повлиять на ситуацию.

¹ Рыночный риск принимают инвесторы фондов.

В этом плане более перспективной представляется концепция, применявшаяся в ряде крупных зарубежных и российских банков. Среднее звено их менеджмента вместе с линейными сотрудниками премировалось за информацию об имевших место событиях операционного риска, а также о выявленных угрозах (уязвимостях), направленную ими в службу риск-менеджмента. С другой стороны, вопрос о применении санкций (в том числе снижение бонусных выплат) к сотрудникам подразделения за потери, понесенные Банком вследствие реализации операционного риска, решался с учетом того, заявляли заблаговременно ли его сотрудники о наличии соответствующих уязвимостей (если проверка, проверка, проведенная службой внутреннего аудита, покажет, что они знали или могли знать о них).

Изучая возможность включения в КПЭ менеджмента индикаторов, характеризующих рыночный риск¹, стоит обратить внимание на подход, давно опробованный на практике - в отрасли коллективного инвестирования. Ключевым показателем эффективности управления портфелем инвестиционного фонда является коэффициент Шарпа, определяемый формулой:

$$S = \frac{M[Y] - T}{(D[Y])^{1/2}}, \quad (2)$$

где M и D – математическое ожидание и дисперсия доходности портфеля (Y), $T = \text{const}$ – минимально допустимое ее значение².

Выражение (2) в явном виде содержит метрику, отражающую уровень риска вложений – дисперсию доходности. Если с реализовавшимся риском ассоциировать только отклонения доходности от значения T в меньшую сторону, то следует обратиться к модифицированной форме показателя (2): коэффициенту Сортини, который получается заменой в (2) дисперсии на величину D^- , исчисляемую, соответственно, для непрерывного и дискретного распределений по формулам:

$$D^- = \int_{-\infty}^T (T - x)^2 f(x) dx = \int_{-\infty}^T (T - x)^2 dF_x(x); \quad (3)$$

$$D^- = \sum_{\{Y_i < T\}} (T - Y_i)^2 p(Y_i),$$

где $f(x)$ – плотность распределения величины Y , $\{p(Y_i)\}$ – вероятности конкретных значений Y .

Дальнейшим развитием такой методологии оценки эффективности управляющих портфелем, на наш взгляд, может стать использование бенчмаркинга. Пусть для определенности речь ведется о TOP-менеджере,

¹ Под рыночным риском мы понимаем возможность неблагоприятной для компании переоценки справедливой стоимости ее активов или обязательств, вызванной изменением рыночных условий.

² За параметр T нередко принимают безрисковую доходность и не предполагают ее постоянство. В этом случае в числителе (2) будет находиться матожидание премии за риск.

курирующем подразделение, осуществляющее торговлю на рынке облигаций российских эмитентов. В рамках его КПЭ индикатор доходности с учетом риска (2) рассчитаем, как для портфеля подразделения, так и для портфеля-бенчмарка (эталонного портфеля).

Наиболее разумный выбор бенчмарка - индексный портфель. Другими словами, дополнительно вычислим (2) и (3) для одного из индексов российских облигаций, например, для индекса семейства Cbonds или Моех (либо составленного самостоятельно). Оценим, насколько коэффициент Сортини курируемого менеджером портфеля отличается от индексного, формируемого «механически» и указанную разность превратим в один из КПЭ бонусного плана.

Подчас портфель подразделения разнороден и содержит инструменты, с сильно различающимся ценообразованием (например, инвалютный государственный долг и рублевые корпоративные облигации третьего эшелона). В этом случае логично использовать индексы, близкие по составу соответствующим субпортфелям и производить сопоставление по раздельности.

Открытым остается вопрос определения значения T и отдельных параметров в выражениях (3). Кроме того, дисперсия доходности – не всегда адекватный индикатор величины риска [8, с. 120-124]. Однако само использование в качестве КПЭ менеджмента метрик скорректированной на риск доходности как концептуальная идея заслуживает особого внимания.

Экономический капитал и скорректированная на риск доходность в системе КПЭ

Универсальной метрикой величины риска является экономический капитал (*ECap*). Несомненное достоинство методологии *ECap* заключается в возможности измерять посредством нее как подверженность финансовой компании отдельному виду риска, так и интегральную его величину.

Экономический капитал в наиболее общей его трактовке [6] представляет собой величину собственных средств финансовой компании¹, необходимую для покрытия принимаемого риска и оцениваемую на основе ее внутренней модели (в противоположность регуляторным показателям обеспеченности капиталом, вычисляемым по алгоритму надзорного органа).

Следует признать, что концепция *ECap* не лишена ряда недостатков, впрочем, свойственных продвинутому количественным методам риск-менеджмента вообще. Прежде всего, это – существенный модельный риск и сложность для понимания ключевым менеджментом (в силу высокого уровня абстрагирования). Однако с использованием именно ее может быть построен весьма содержательный показатель доходности с учетом риска,

¹ Мы сомневаемся, что методология *ECap* может оказаться полезной компаниям нефинансового сектора.

который было бы уместно включить в перечень КПЭ высших управленцев финансовой компании:

$$RARoC = \frac{NI}{ECap} \cdot \frac{365}{t} \cdot 100\%, \quad (4)$$

где NI – финансовый результат компании за расчетный период¹, $\overline{ECap}$ – среднее значение $ECap$ в этом периоде, t – его продолжительность. При необходимости исключения сезонных колебаний показатель (4) вычисляется за скользящий 12-месячный период. Таким образом, в (4) чистый доход компании соотносится не с балансовым значением капитала (BVE), а с фактически потребленным.

Очевидно, что к отдельному направлению деятельности или финансовому инструменту формула (4) тоже вполне применима после замены в ней числителя на генерируемый ими чистый доход и знаменателя – на капитал, резервируемый против них. Тем самым, определяемый (4) $RARoC$ может быть встроен в общую архитектуру КПЭ компании посредством его включения в состав бонусных планов различных уровней менеджмента. Немаловажным при этом становится определение плановых (нормативных) значений таких КПЭ. Мы предлагаем, как и в [6], исходить из простой посылки о том, что $RARoC$ должен, во всяком случае, превышать стоимость капитала для акционеров (CoE). Тогда нижней границей (допустимым значением) $RARoC$ в системе бонусирования компании станет значение CoE с некоторой надбавкой m ($m > 0$), заданное ее акционерами. В этом случае, используя логику [6], несложно показать, что

$$RoE = \frac{\overline{BVE}}{\overline{ECap}} = CoE + m \Rightarrow m = \frac{RoE}{ICaR} - CoE, \quad (5)$$

где RoE – отдача на капитал ($NI/\overline{BVE} \cdot 365/T$), через $ICaR$ обозначено соотношение экономического капитала с балансовым, которое удобно рассматривать в качестве внутреннего показателя достаточности капитала компании [6]. По структуре (5) напоминает показатель EVA (экономическую добавленную стоимость), но отличается от него учетом уровня риска.

В качестве риск-ориентированного показателя рентабельности компании для бонусного плана можно избрать переменную m . На ее значение, согласно (5), влияет «номинальная» (без учета принятого риска) доходность капитала, относительный уровень рисков компании и экзогенный (для менеджмента) параметр CoE . Легко видеть, что $1/ICaR$ в (5) выступает поправочным множителем для размера номинальной отдачи на капитал, корректирующим ее на относительный уровень потребленных при данном профиле рисков компании собственных средств. Менеджеры компании способны оказать воздействие на обе эти величины. Поэтому включение показателя (5) в состав КПЭ вполне обосновано.

¹ Балансовый или управленческий, если последний будет признан более репрезентативным.

В контексте обсуждаемой проблемы инкорпорирования метрик риска в КПЭ менеджмента следует иметь в виду ряд полезных свойств методологии экономического капитала. Так в расчете *ESap* может быть учтен эффект диверсификации – межрисковые и внутририсковые корреляции. Этот аспект игнорировался в главе 2, когда рассматривалось применение формулы (2) к разнородным вложениям в облигации, хотя он иногда является одной из детерминант управления портфелем. Более того, сама формула (2) по существу является частным случаем (4), если в последней использовать относительный показатель доходности, а экономический капитал считать пропорциональным дисперсии фактора риска¹. Однако расчет *ESap* далеко не обязательно должен базироваться на метриках риска, связанных с волатильностью.

Рассмотрим пример вычисления *RARoC* для бонусирования управляющих портфелем облигаций, оцениваемых финансовой компанией по амортизированной стоимости (удерживаемых до погашения - в терминологии МСФО-39). В данном случае капиталом будет покрываться не рыночный риск инструментов, а кредитный. На наш взгляд, наиболее короткий путь оценки принятого менеджерами риска, то есть потребленного капитала это – использование подхода, известного как асимптотическая однофакторная модель (ASRF). Модель ASRF положена в основу надзорной формулы Базельского комитета по банковскому надзору (БКБН). Определим *RARoC* как

$$RARoC = NI \cdot \left[LGD \left(N \left(\frac{N^{-1}(PD) - \sqrt{R} \cdot N^{-1}(0,999)}{\sqrt{1-R}} \right) - PD \right) C(HNI) \right]^{-1} \cdot \frac{365}{t}, \quad (6)$$

где *PD* – средняя вероятность дефолта облигаций в портфеле, *LGD* – уровень потерь при дефолте, *N* – функция стандартного нормального распределения. *LGD* стоит принять равной 45%², а *PD* оценить по исторической статистике частот дефолтов для рейтинговых категорий облигаций портфеля. При этом параметр корреляции *R* находится из формулы БКБН [7, с. 63].

В знаменателе (6) формулу БКБН мы применили в модифицированном виде. В частности, дополнили ее мультипликатором $C(HNI)^3$, выражающим надбавку за концентрацию вложений, возрастающую с увеличением индекса Герфиндаля-Хиршмана портфеля. Это даст стимул менеджменту избегать излишних концентраций риска, хотя мы признаем, что связь индикаторов концентрации с величиной риска не столь однозначна. Кроме того, исключен поправочный мультипликатор, введенный БКБН для инструментов с сроками погашения, превышающими 1 год. Разумным гори-

¹ При этом приобретает более ясный смысл параметр *T* в (2): это – стоимость капитала.

² 75% для субординированных выпусков [7, с. 66].

³ $C=1+k(HNI)$, где *k* - надбавка к величине непредвиденных потерь, определенная в работе [9, р. 58].

зонтом управления капиталом и рисками, а также бонусирования является год. Поэтому учет для отдельных инструментов более длительной временной перспективы нелогичен.

Заключение

Система мотивации менеджмента финансовых компаний должна содержать прямые индикаторы риска, а не ограничиваться косвенным отражением его последствий в отклонениях показателей рентабельности от плановых значений. Последние в модели премирования следует заменить или дополнить метриками, характеризующими соотношение доходности операций и принимаемого риска. При этом в качестве меры риска разумно принять экономический капитал, учтя в его расчете весь спектр рисков, значимых для бонусируемого направления деятельности (и при необходимости корреляции между ними). Представляется, что именно такой подход к мотивации менеджмента будет знаменовать переход от слов к делу в вопросе риск-ориентированного управления финансовой компанией.

Приложение 1

Предположим, что списания активов за счет резервов не производится (на полученные ниже выводы это не влияет). Обозначим через A/B текущее значение CoR (CoR_0), CoR_1 – гипотетическое его значение в случае, если бы в расчетном периоде средняя величина портфеля (Сред Об ФИ) была бы на Y больше, а при этом расходы по резервам на X выше. Условно обозначим CoR' отношение X/Y , которое в данном контексте можно интерпретировать как стоимость риска по дополнительным выдачам ссуд. Тогда

$$CoR_1 - CoR_0 = \frac{\left(\frac{X}{Y} - \frac{A}{B}\right)}{\left(\frac{B}{Y} + 1\right)} = \frac{CoR' - CoR_0}{\left(\frac{B}{Y} + 1\right)} < 0,$$

если CoR дополнительных выдач ниже базового значения. Это реализуемо при более быстром в сравнении с X наращивании Y и в силу эффекта запаздывания: $X(t) = F[Y(t-\tau)]$. Более того, при $Y \rightarrow \infty$ знаменатель выражения стремится к 1 сверху, что будет повышать абсолютную величину отрицательной разности $CoR_1 - CoR_0$.

Литература

1. Мескон М. и др. Основы менеджмента / М. Мескон, М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2008. – 672 с.
2. Кузнецова И.В. Корпоративное управление в России: проблемы, подходы, практика // Вестник Московского государственного областного университета. Серия «Экономика». – 2016. – № 3. – С. 60-75.
3. Кодекс корпоративного управления. Письмо Банка России от 10.04.14. № 06-52/2463 [Электронный ресурс] // Гарант (информационно-правовой портал). URL: <http://base.garant.ru/products/ipo/prime/doc/70540276/> (дата обращения: 07.04.2019).

4. Приказ ФСФР России от 30.07.2013 № 13-62/пз-н “О Порядке допуска ценных бумаг к организованным торгам” (Зарегистрировано в Минюсте России 30.08.2013 № 29801) [Электронный ресурс] // Консультант Плюс (информационно-правовой портал). URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_151590/ (дата обращения: 07.04.2019).
5. Письмо Банка России от 28.01.16 № 41-3-1-7/112 // Гарант (информационно-правовой портал). URL: <http://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/71226224/> (дата обращения: 07.04.2019).
6. Нечаев А.Н., Шихахмедов Р.Г., Девяткин В.А. Расчет экономического капитала и дискуссионные вопросы внутренних процедур оценки достаточности капитала (ВПОДК) // Банковское дело. – 2018. – № 10 (296). – С. 41-50.
7. Basel Committee on Banking Supervision. Basel III - Finalising post-crisis reforms. December 2017. / [Электронный ресурс]: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf> [дата обращения 07.04.2019].
8. Дамодаран А. Инвестиционная оценка / А. Дамодаран. М.: Альпина Паблишер, 2018. – 1316 с.
9. Gordy M., Lütkebohmert E. Granularity Adjustment for Regulatory Capital Assessment// International journal of Central Banking. September 2013. P. 33-71.

Поступила в редакцию

13.05.2019

Кузнецова Ирина Васильевна – кандидат экономических наук, доцент кафедры менеджмента Московского государственного областного университета, г. Мытищи, Россия.

Kuznetsova Irina – Candidate of economic Sciences, Associate Professor of Management Department of Moscow State Regional University, Mytishchi, Moscow region, Russia.

Россия, 141014, Московская область, г. Мытищи,
ул. Веры Волошиной, д. 24
24, Very Voloshinoy st., Mytishchi,
Moscow region, 141014, Russia
e-mail: orangecity48@gmail.com