

АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

Международный научно-практический журнал «Вестник МИРБИС» ISSN 2411-5703 <http://journal-mirbis.ru/>
№ 2 (18) 2019 DOI: 10.25634/MIRBIS.2019.2

Ссылка для цитирования: Ляльков И. М. Анализ ключевых рисков компаний топливно-энергетического комплекса [Электронный ресурс] // Вестник МИРБИС. 2019. № 2 (18). С. 93–106.

DOI: 10.25634/MIRBIS.2019.2.13

Дата поступления 20.04.2019 г.

УДК 658.014.1

Иван Ляльков¹

АНАЛИЗ КЛЮЧЕВЫХ РИСКОВ КОМПАНИЙ ТОПЛИВНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО КОМПЛЕКСА

Аннотация. Актуальность исследования обусловлена тем, что в условиях сложной конъюнктуры, сложившейся в последние годы на энергетических рынках, на первый план выходят проблемы эффективного функционирования корпоративной системы управления финансовыми рисками в компаниях топливно-энергетического комплекса. Лидеры российского энергетического сектора демонстрируют позитивный результат, при этом обеспечивая необходимый запас ликвидности и поддерживая низкий уровень задолженности. В немалой степени этому способствует внедрение интегрированной системы управления рисками. Данная статья направлена на выявление ключевых рисков, с которыми сталкиваются компании ТЭК в процессе своей деятельности.

В статье уточняется понятие экономической категории «риска» с учетом специфики деятельности компаний ТЭК и проводится идентификация рисков, связанных с рынком энергетики. В статье представлены результаты исследований современного состояния системы риск-менеджмента, проводимых крупнейшими международными консалтинговыми и информационно-аналитическими компаниями. Особое внимание в статье уделяется рассмотрению основных категорий рыночных рисков, а именно ценовых, валютных и процентных рисков.

В статье обосновано то, что традиционная классификация финансовых рисков, принятая в финансово-банковской сфере не вполне адекватно характеризуют специфику деятельности компаний ТЭК. С точки зрения воздействия на операционные показатели компаний ТЭК, в состав финансовых рисков следует включить также часть регуляторных рисков, налоговые риски и риски изменения тарифов. Компании ТЭК являются крупнейшими налогоплательщиками, соответственно изменения в тарифах и налоговом законодательстве непосредственным образом влияют на принятие стратегических решений и оказывает существенное воздействие на финансовые результаты компаний. Деятельность многих секторов ТЭК в большинстве стран носит регулируемый характер. Даже в тех случаях, когда непосредственно сам рынок того или иного ресурса, не имеет формальных ограничений, технологическая инфраструктура является объектом регулирования. На примере российского опыта в статье рассмотрены основные особенности каждого из перечисленных рисков.

Материалы статьи представляют *практическую ценность* для подразделений российских компаний ТЭК, отвечающих за внедрение интегрированной системы управления рисками, а также занимающихся разработкой стратегических моделей развития бизнеса.

Ключевые слова: система управления рисками, топливно-энергетический комплекс, финансовые риски, инфляционные риски, налоговые риски, регуляторные риски.

JEL: G32

¹ Ляльков Иван Михайлович — аспирант кафедры управления рисками, страхования и ценных бумаг ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г. В. Плеханова». Россия, 117997, Москва, Стремянный переулок, 36. E-mail: lyalkov_ivan@mail.ru. РИНЦ Author ID: 755079.

Введение

В условиях конъюнктуры, сложившейся в последние годы на энергетических рынках, на первый план выходят проблемы эффективного функционирования корпоративной системы управления рисками в компаниях топливно-энергетического комплекса. Финансовые потери энергетических компаний существенным образом влияют на показатели деловой активности и состояние всей мировой экономики. Это предопределяет необходимость разработки новых методологических

подходов к построению системы управления финансовыми рисками в российских компаниях топливно-энергетического комплекса и сравнении российского и зарубежного опыта управления финансовыми рисками в сфере энергетики.

Для решения данной задачи необходимо оценить влияние ключевых рисков, с которыми сталкиваются российские и зарубежные компании ТЭК в процессе своей деятельности, определить роль и место финансовых рисков в общей системе управления рисками и уточнить классифика-

цию финансовых рисков, отражающую специфику деятельности компаний ТЭК.

В процессе исследования будем исходить из того, что любой риск, как финансовый, так и нефинансовый, является комплексным понятием. Несмотря на кажущуюся очевидность данного термина для его определения не существует однозначных формулировок. По этой причине в первом разделе статьи рассмотрим подходы к определению рисков и их классификацию. Далее во втором разделе обобщим результаты анализа основных рисков зарубежных компаний ТЭК. В третьем разделе обратимся к особенностям финансовых рисков российских компаний ТЭК. В связи с этим в данном разделе уточняется классификация финансовых рисков компаний ТЭК. В заключении статьи формулируются основные выводы.

1. Теоретические подходы к определению понятия риска и классификации рисков в ТЭК

Прежде всего уточним само понятие экономической категории «риска» с учетом специфики деятельности компаний ТЭК. В большинстве определений, с которыми мы можем встретиться, риск ассоциируется с угрозой, или, говоря формальным языком, вероятностью наступления неблагоприятного события, которое может повлечь убытки или потери. Так в учебной литературе [Кричевский, 2013; Управление финансовыми рисками, 2016] приводится сразу несколько определений понятия риска.

Международный Стандарт ISO:31000¹ рассматривает риск как влияние неопределенности на цели организации. В теории финансов риск представляется как, своего рода, обратная сторона другой важнейшей экономической категории — доходности. Документы организации COSO Treadway определяют риск как вероятность возникновения события, которое окажет отрицательное воздействие на достижение поставленных целей [Enterprise Risk Management., 2017; Enterprise risk management., 2016]. В то же время под возможностью понимается вероятность возникновения события, которое окажет положительное воздействие на достижение поставленных организацией целей [Там же].

Таким образом можно выделить две основных характеристики любого вида риска, а именно вероятность наступления события и убытки, связанные с наступлением этого события (или

вызванные данным событием). Убытки могут выражаться в терминах недополученной прибыли, падении выручки или снижении капитализации. Применительно к деятельности компаний ТЭК правильнее говорить не только о фактических убытках, но и о потенциальных финансовых потерях, которые могут выражаться, в частности, в снижении инвестиционной активности, что, в свою очередь, приводит к потере конкурентных преимуществ.

Риски следует рассматривать как, своего рода, «произведение» вероятности некоторого события (внутреннего или связанного с внешним воздействием), которое может привести к ухудшению ключевых операционных показателей, и размера потерь, вызванных данным событием. Такие события будем называть рисковыми событиями. К ним можно отнести резкое падение цен на энергоносители, скачки или падения валютных курсов, банкротства ключевых клиентов, аварии на энергетических объектах и т. д.

В корпоративном (нефинансовом) секторе экономики не существует устоявшихся подходов к отнесению тех или иных рисков к определенным категориям, особенно в части нефинансовых рисков. В основе классификации рисков лежат источники их возникновения, т. е. сферы деятельности компании или функционал, где возникает рисковое событие. Такого рода разделение носит достаточно условный характер, так как все виды рисков, в конечном итоге, оказывают воздействие на финансовое состояние компании. Тем не менее, с методологической точки зрения, целесообразно рассматривать эти группы рисков отдельно.

Всю совокупность рисков, связанных с деятельностью компаний ТЭК, можно разделить на две большие категории, а именно финансовые и нефинансовые риски. В состав финансовых рисков традиционно включают рыночные риски, кредитные и риски ликвидности. В свою очередь, рыночные риски подразделяются на ценовые, валютные и процентные. К числу нефинансовых рисков относят правовые и регуляторные, репутационные, технологические и экологические, а также риски, связанные с промышленной безопасностью.

Такие виды рисков, как стратегические, включающие изменение макроэкономической ситуации, а также бизнес-риски (риски неправильного выбора операционной модели деятельности компании), носят «пограничный» характер. Иначе говоря, они могут быть связаны как с финансовой деятельностью компаний ТЭК, так и с рыночными

¹ ГОСТ Р ИСО 31000-2010 Менеджмент риска. Принципы и руководство / Росстандарт. М.: Стандартинформ, 2018.

факторами нефинансовой природы. Примером такого рода риска является отказ от использования угля в электроэнергетике. Сам по себе риск отказа от использования энергетического угля не связан с финансовой сферой, однако последствия его реализации для угледобывающих компаний проявятся в существенном снижении выручки и капитализации.

2. Обобщение результата анализа основных рисков зарубежных компаний ТЭК

Далее перейдем к более детальному рассмотрению различных групп рисков, связанных с деятельностью компаний ТЭК. С этой целью обратимся к результатам исследований, регулярно проводимым крупнейшими международными консалтинговыми и информационно-аналитическими

компаниями. В исследовании «Риск-менеджмент в энергетическом секторе» (Risk management in the energy sector), проведенном в 2017 г. информационно-аналитической компанией Thomson Reuters среди 250 крупнейших компаний — лидеров сектора энергетики [Risk management..., 2018], выделяется ряд наиболее существенных рисков, представленных на рис. 1. В данном исследовании риски разбиваются на три большие категории. В первую категорию попадают те из них, которые имеют отношение к ценовым условиям контрактов. Вторая категория включает риски поставщиков, или риски, связанные со сбоем в работе поставщиков. Наконец, третья категория объединяет риски, влекущие за собой проблемы, вызванные нарушением контрактных обязательств и условий поставок самих компаний.

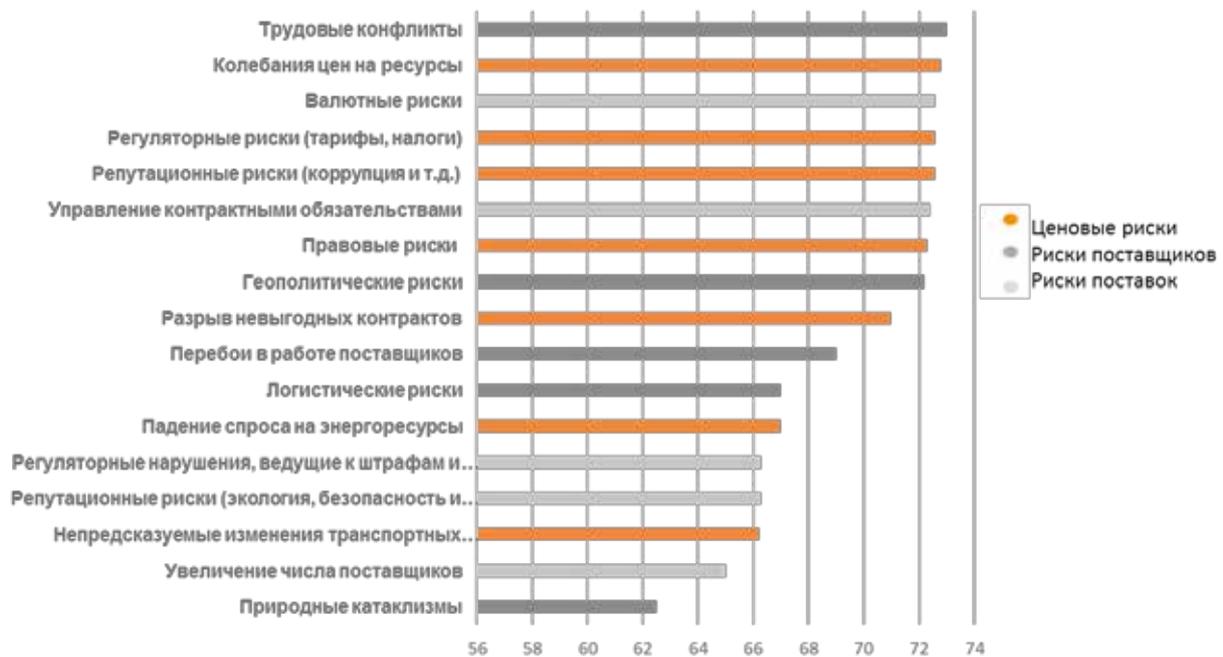


Рис. 1. Ключевые риски компаний ТЭК (% опрошенных респондентов)
Источник: [Risk management..., 2018]

Группа ценовых рисков по совокупности пре- валирует над остальными видами рисков. Можно отметить достаточно широкую трактовку цено- вых рисков в сравнении с их классической ин- терпретацией, принятой в финансовом секто- ре. Помимо собственно рисков изменения цен на энергетические ресурсы и валютных рисков, т.е. классических рыночных рисков, сюда также включены риски, связанные с изменением ре- гулируемых тарифов, транспортных тарифов, и даже риски, имеющие, скорее правовую природу, такие, как регуляторные ограничения цен на ре- ализуемую продукцию и исполнение контрактов. Первенство в приведенном списке принадле-

жит рискам возникновения трудовых конфлик- тов, входящих в группу рисков поставщиков. Это можно объяснить особенностями трудового за- конодательства в странах, где осуществляются добыча и разработка энергетических ресурсов. Особенностями данного вида риска, выделяю- щим его из общего ряда, является высокая часто- та возникновения трудовых конфликтов в разной форме и серьезные материальные потери, воз- никающие в результате вынужденных остановок производства. Тяжелые условия труда нередко становятся причинами забастовок и локаутов. Подобные конфликты связаны с деятельностью транснациональных корпораций, имеющих инте-

рессы в развивающихся и слаборазвитых странах. В отсутствие законодательства, регулирующего отношения между владельцами компаний и персоналом, а также эффективной судебной системы, трудовые конфликты могут выступать элементом определенного политического давления на крупный иностранный бизнес. Особенно сильно данный вид риска проявляется в угольной отрасли.

Одна из крупнейших в мире аудиторских и консалтинговых компаний Deloitte в своем исследовании Risk intelligence in the energy and resource

industry (ERM benchmark survey) [Risk intelligence., 2014], охватывающим практику внедрения ERM в энергетической сфере, проводит классификацию рисков в каждом из секторов рынка: нефть и газ, уголь и электроэнергетика. На рис. 2 приведен список важнейших рисков, выделенных представителями нефтегазового комплекса. Рыночные риски входят в число приоритетных, однако при этом уступают регуляторным и операционным рискам, включающим также риски, связанные с безопасностью.

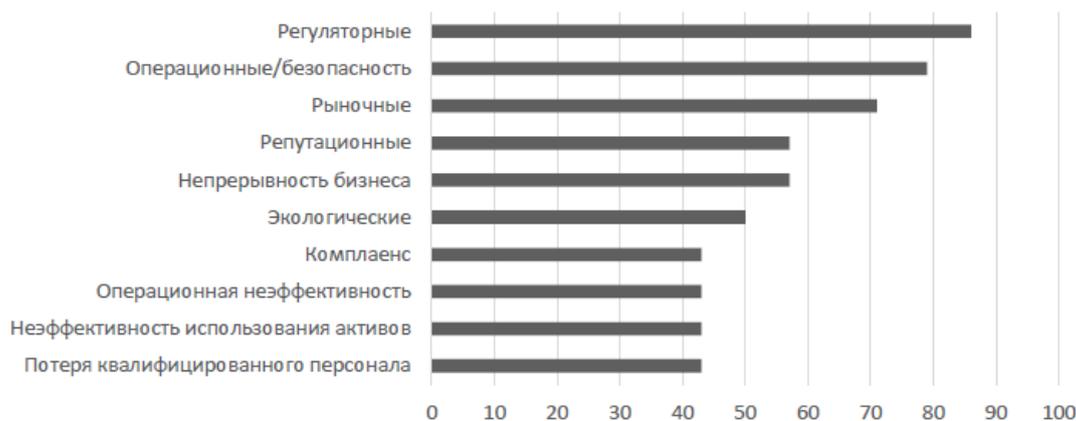


Рис. 2. Ключевые риски компаний нефтегазовой отрасли (% опрошенных респондентов)

Источник: [Risk intelligence., 2014]

Необходимо отметить сложную природу операционных рисков в энергетическом секторе. С одной стороны, операционные риски по аналогии с финансовым рынком связаны со сбоями в процессах (вне зависимости от функционала), но, с другой стороны, операционные риски теснейшим образом пересекаются с технологическими и экологическими рисками, которые целесообразно рассматривать отдельно.

Экологический менеджмент и безопасность производства стали центральной темой корпоративного управления компаний энергетического

сектора на фоне большого количества аварий, нередко имевших последствия, сопоставимые с уровнем экологических катастроф. Последним масштабным инцидентом, случившимся в апреле 2010 г., была утечка нефти в Мексиканском заливе на месторождении, принадлежащем компании British Petroleum. В результате потери одной из крупнейших мировых компаний превысили 90 млрд долл. США [British Petroleum, 2016].

В электроэнергетике в числе главных рисков также, как и в нефтегазовом комплексе, выделяются регуляторные и операционные риски (рис. 3).

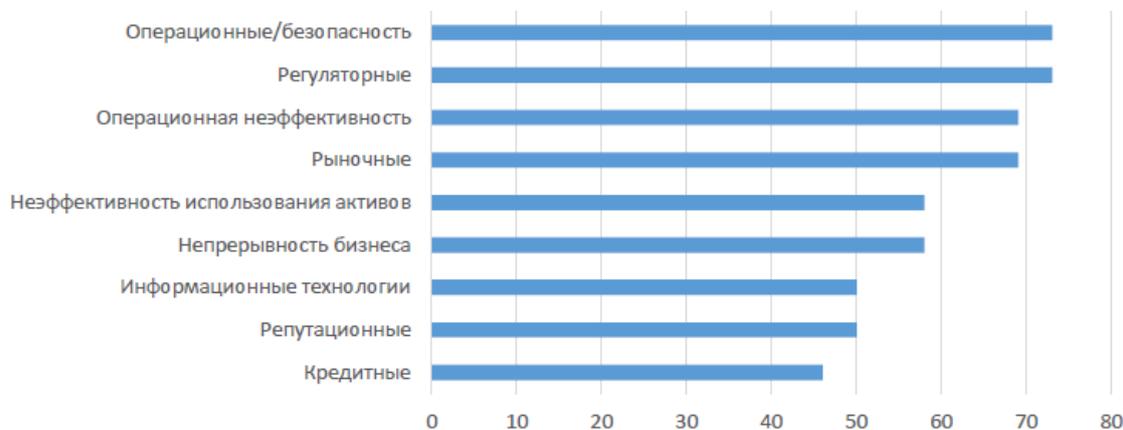


Рис. 3. Ключевые риски компаний электроэнергетики (% опрошенных респондентов)

Источник: [Risk intelligence., 2014]

Что касается рыночных рисков, в электроэнергетической отрасли они носят специфический

характер, и присущи только тем национальным рынкам, где существуют конкурентные торги электроэнергией. В то же время немалая часть рынка во многих странах находится под действием тарифного регулирования. Учитывая то, что значительную долю потребителей электроэнергии составляют домохозяйства, платежная дисциплина в электроэнергетики выходит на первый план, что предопределяет важность для данного сектора наличия системы управления кредитными рисками.

Специфическим риском, возникающим в процессе строительства энергетических объектов, является риск невыполнения подрядчиком работ предусмотренных договором. В исследовании [Будзуляк и др., 2015] отмечается, что особенностью инвестиционной деятельности в энергетическом строительстве является наличие большого числа рисков, которые вынуждают инвесторов нести значительные дополнительные затраты. Эти затраты связаны с анализом рисков деятельности, разработкой и реализацией предупреждающих действий, а также с ликвидацией последствий рисков. Одним из эффективных методов снижения рисков является

предварительный отбор участников реализации строительного проекта, в частности, с помощью системы рейтинговой оценки участников строительного процесса специализированными рейтинговыми агентствами.

Электроэнергетика — единственная часть энергетического рынка, которая в полной мере сталкивается с проблемами информационной безопасности. Впрочем, эта проблема все в большей степени распространяется и на другие энергетические производства. Причиной являются повсеместное проникновение компьютерных технологий и автоматизация производственных процессов.

Риски угледобывающего комплекса в меньшей степени связаны с рыночными факторами. Потеря квалифицированного персонала и проблемы экологии — главные риски, с которыми сталкиваются угольные компании (рис. 4). В угольной отрасли также сильно проявляются риски реализации проектов разработки месторождений. Все это подтверждает тезис о том, что уголь как энергетический актив становится все менее привлекательным с точки зрения инвестиционного потенциала.



Рис. 4. Ключевые риски угледобывающих компаний (% опрошенных респондентов)
 Источник: [Risk intelligence., 2014]

Далее перейдем к более подробному рассмотрению основных категорий рыночных рисков, а именно ценовых, валютных и процентных рисков.

Ценовые риски. Ценовые риски играют настолько важную роль, что иногда включаются в состав стратегических рисков. На всех стадиях создания стоимости участники рынка сталкиваются с неопределенностью будущих цен на энергетические ресурсы. Динамика цен на многие ресурсы носит ярко выраженный сезонный характер. Для электроэнергетики к этому следует добавить и неопределенность, связанную с объемами потребления.

В работе И. А. Башмакова [Башмаков, 2016] по-

казано, что существует цикличность динамики цен на энергоносители и доли затрат на энергию с периодичностью 25–30 лет. Это связано с так называемыми центрами экономической гравитации. Центром «экономической гравитации» выступает сходная для крупных экономик константа — стабильное в долгосрочном плане отношение затрат на потребление энергии к доходу. Циклические колебания проявляются в каждом секторе энергопотребления, и их наличие определяет феномен «минус единица», согласно которому за полный цикл энергоемкость меняется на величину, обратную изменению реальных цен на энергию, затрат на энергию в сторону центра

«экономической гравитации».

Рассмотрение динамики цен на энергетические активы исключительно важно с точки зрения оценки влияния рыночных факторов на финансовые риски компаний ТЭК. В сравнении с рынками финансовых активов энергетические рынки традиционно отличаются более высокой волатильностью. Характерным примером служит рынок сырой нефти. На рис. 5 представлена динамика цен трех ключевых ценовых бенчмарков: Brent, WTI и цена нефти, в порту г. Дубай (ОАЭ).

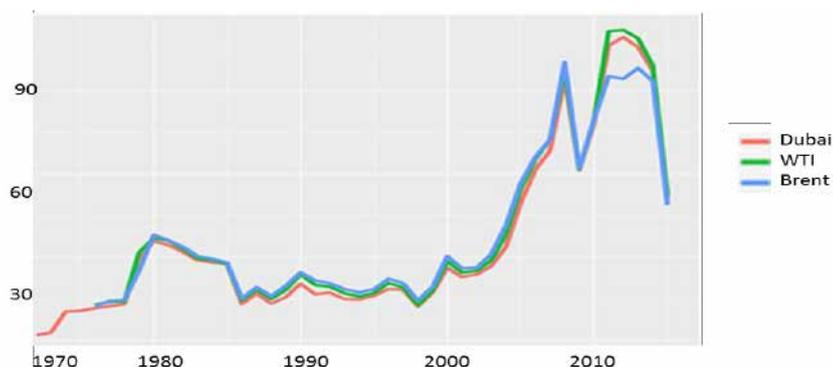


Рис. 5. Динамика цен различных марок нефти

Источник: [Beckmann, Czudaj, Arora, 2017]. Адаптировано автором.

В течение сравнительно короткого исторического периода цена на нефть достигала рекордных 147 долл. США / баррель и опускалась ниже 30 долл. США / баррель¹. Подобное развитие событий, ставшее следствием мирового финансового кризиса и начала глобальной экономической рецессии, негативно повлияло на перспективы развития нефтяного сектора в мире. После краткосрочного восстановления в период 2010–2012 гг. произошел обвал цен, следствием которого стали в том числе и банкротства нефтяных компаний. Ряд авторов, в частности, Е. Л. и В. Е. Логиновы [Логинов, Логинова, 2015], выдвигают предположение о том, что резкое падение цен на нефть задано взаимоувязанной комбинацией целого ряда факторов, включая следующие: изменение финансовой политики США (постепенный уход от политики количественного смягчения); упорядочение политики стран — поставщиков нефти и стран — потребителей нефти; изменение режима энергопотребления. Явление частых смен тренда и ожиданий породило новый термин в экономике — *new normal*, означающий, что подобные резкие изменения на рынке стали его неотъемлемой частью.

1 World Energy Outlook 2015, International Energy Agency, <https://www.iea.org/>; World Energy Outlook 2016, International Energy Agency, <https://www.iea.org/>; World Energy Outlook 2017, International Energy Agency, <https://www.iea.org/>

Международное энергетическое агентство рассматривает сценарий роста цен на нефть к 2020 г. до 80 долл. США / баррель (в долларах 2014 г.), а к 2040 г. — до 128 долл. США / баррель². Однако существует и негативный сценарий, при котором цены могут сохраняться в ближайшие пять лет на уровне 50 долл. США / баррель. Он может реализоваться, если страны ОПЕК будут и дальше придерживаться стратегии удержания доли рынка любой ценой. Давление на рынок нефти будет оказывать так называемая «сланцевая революция».

Но ее перспективы выглядят пока не столь однозначно, не в последнюю очередь по причине экологических последствий новых технологий бурения.

В периоды низких цен большинство нефтяных компаний вынуждены пересматривать бюджеты капитальных вложений и сокращать инвестиции в разработку новых месторождений. Это, в свою очередь, ведет к дефициту

на рынке. С другой стороны, в условиях высоких цен наблюдается обратная ситуация — нефтяные компании стали существенно увеличивать капитальные бюджеты. Соответственно растет спрос на нефтяное оборудование и услуги сервисных компаний, в отрасли начинает ощущаться нехватка квалифицированных специалистов. В результате этого возникает инфляция издержек.

Ценовая динамика на рынке газа по-прежнему зависит от конъюнктуры рынка нефти. Но в виду активного продвижения нового продукта — сжиженного газа — динамика газовых цен может становиться более независимой.

Рынок характеризуется тремя ценовыми бенчмарками: импортные цены Японии и Германии и индекс американского рынка — Henry Hub. В отличие от нефтяного рынка, где все ценовые бенчмарки движутся практически синхронно, цены газового рынка имеют достаточно большой разброс. США в больших объемах добывают собственный газ, поэтому индекс Henry Hub фактически показывает ситуацию на внутреннем американском рынке. С другой стороны, Япония, не обладая собственной энергетической ресурсной базой, импортирует СПГ и вынуждена платить большую премию к среднерыночным ценам. Энергетика Германии также зависит от газа (преимущественно российского), но в отличие от Японии имеет собственные ресурсы. Отметим важный факт, как для нефтяного рынка, так и для

2 Там же; [Risk management., 2018]

газового, речь идет о ценах спот, т. е. ценах немедленной поставки. Вместе с тем, существенная часть нефтегазового рынка базируется на срочных контрактах.

Валютные риски. Источником валютного риска являются колебания курсов иностранных валют относительно валюты, которая является базовой (функциональной) валютой для предприятия. В случае режима плавающих валютных курсов валютный риск возникает в результате действия рыночных сил и проявляется в росте волатильности национальной валюты. Помимо внутренних экономических факторов на валютный курс влияет внешняя экономическая ситуация и даже внутренняя ситуация в других странах (речь идет о странах-торговых партнерах либо странах, имеющих сходные экономические характеристики и уровень развития экономики). Внешняя нестабильность передается через корреляцию между валютными курсами. В случае, когда финансовые власти фиксируют валютный курс, валютный риск реализуется в результате изменения денежными властями валютного паритета или изменения самого режима валютного курса (переход от плавающего к фиксированному или наоборот).

Практически все без исключения крупные нефтегазовые компании осуществляют экспортные операции и ведут разработку месторождений во многих странах мира. Независимые нефтепереработчики, не входящие в структуру вертикально-интегрированных нефтяных компаний, импортируют сырую нефть, что предопределяет необходимость использования инструментов управления валютным риском.

Электроэнергетические компании обычно ведут операции в одной стране, поэтому не имеют больших объемов открытых валютных позиций. Однако по мере развития технологий появляются возможности совершения операций купли-продажи электроэнергии в трансграничном режиме. Это создает дополнительные механизмы регулирования избыточных мощностей и более эффективного использования ресурсов. Кроме того, крупные электроэнергетические холдинги могут расширять свой бизнес за счет зарубежных приобретений, тем самым реализуя экспорт технологий. Указанные факторы также способствуют повышению интереса к валютным рискам и инструментам управления ими.

В практике финансового риск-менеджмента обычно выделяют два типа валютных рисков: балансовый и транзакционный [Stulz, 2003]. Балансовый риск возникает вследствие учета на балан-

совой позиции обязательств в разных валютах и выражается в неопределенности, связанной с переоценкой балансовых позиций. Отрицательная переоценка уменьшает финансовый результат предприятия. Если активы, номинированные в какой-либо иностранной валюте, превышают пассивы, выраженные в этой же валюте, то предприятие имеет «длинную» позицию. Если, наоборот, пассивы, номинированные в какой-либо иностранной валюте, превышают активы, выраженные в этой же валюте, то предприятие имеет «короткую» позицию, т. е. балансовый риск. Транзакционный риск или риск, связанный с денежными потоками в иностранных валютах, связан с неопределенностью валютного курса конкретной валютной сделки и может негативно повлиять на общую денежную позицию компании.

Помимо упомянутых выше можно отметить еще один особый тип валютного риска, возникающий в процессе агрегирования результата дочерних компаний, оперирующих в различных валютных зонах. Данный тип риска получил название трансляционный риск [Там же]. Для компаний ТЭК данный тип риска играет большую роль в связи с тем, что большинство из них оперирует по всему миру и имеет развитую сеть дочерних структур за рубежом. Еще одним примером трансляционных рисков служит формирование международных альянсов. Британская нефтяная компания BP владеет 20 % акций «Роснефти» и, таким образом, сталкивается с необходимостью трансляции получаемой прибыли в функциональную валюту учета.

Процентные риски. Энергетический бизнес на любом этапе создания стоимости носит капиталоемкий характер и требует привлечения значительных ресурсов. По этой причине управление процентными расходами относится к числу важнейших задач казначейств и финансовых служб корпораций. Суть управления процентными расходами состоит в подборе оптимальной пропорции долга с плавающими и фиксированными процентными ставками. Решение данного вопроса зависит от рыночной ситуации и ожиданий (прогнозов) финансового управляющего, которые он формирует в отношении будущего движения процентных ставок.

Процентный риск отражает динамику фундаментальных макроэкономических факторов, таких как безработица, инфляционные ожидания и т. д. Ключевым элементом процентного риска является изменение формы кривой доходности. Кривая доходности — графическое представле-

ние зависимости процентных ставок от времени до погашения долговых инструментов. Выделяют параллельное смещение кривой доходности, изменение степени «кривизны» кривой доходности или «временного спреда», т. е. разницы между краткосрочными и долгосрочными процентными ставкам, и изменение направления кривой доходности.

Значительное влияние колебания процентных ставок ощущают трейдеры, занимающиеся операциями с сырьевыми товарами. Их бизнес-модель основана на привлечении кредитных ресурсов, покупке нефти на рынке спот (или на срочном рынке с помощью контрактов с близким сроком истечения) и одновременной продаже нефти на срочном рынке, используя средне- и долгосрочные производные инструменты. Рентабельность операции зависит от соотношения текущих ставок и премии/дисконта, заложенной в форвардной цене.

В отличие от валютных рисков, достаточно легко идентифицируемых, анализ процентных рисков носит более сложный характер. С точки зрения предприятия заемщика можно выделить два основных вида процентных рисков. Во-первых, риск, связанный с ростом процентных ставок. Данный риск актуален при выпуске обязательств с плавающей ставкой и при текущем рефинансировании кредитов. Во-вторых, «пассивный риск» или риск упущенных возможностей. Выпустив долговое обязательство с фиксированной ставкой в условиях снижения процентных ставок, предприятие теряет возможность иметь более дешевый долг.

3. Особенности финансовых рисков российских компаний ТЭК

Сравнивая опыт внедрения систем управления рисками в различных отраслях российской экономики, можно отметить, что компании ТЭК занимают лидирующие позиции в этом компоненте корпоративного менеджмента. Это объясняется тем, что крупнейшие российские компании ТЭК являются, по сути, международными корпорациями. По степени интеграции в мировую экономику в один ряд с компаниями ТЭК могут встать только представители горно-металлургического комплекса и частично химической промышленности. На основании сравнительного анализа можно сделать вывод, что большая часть рисков, рассмотренных выше оказывает примерно одинаковое воздействие как на российские, так и на зарубежные компании.

Результаты проведенного исследования пока-

зывают, что традиционная классификация финансовых рисков, принятая в финансово-банковской сфере не вполне адекватно характеризуют специфику деятельности компаний ТЭК. С точки зрения воздействия на операционные показатели компаний ТЭК, в состав финансовых рисков следует включить также часть регуляторных рисков, налоговые риски и риски изменения тарифов. Объясняется это тем фактом, что деятельность многих секторов ТЭК в большинстве стран носит регулируемый характер. Даже в тех случаях, когда непосредственно сам рынок того или иного ресурса, не имеет формальных ограничений, технологическая инфраструктура является объектом регулирования. Компании ТЭК являются крупнейшими налогоплательщиками, соответственно изменения в тарифах и налоговом законодательстве непосредственным образом влияет на принятие стратегических решений и оказывает существенное воздействие на финансовые результаты компаний.

Инфляционные риски. Если ценовые риски в основном связаны с колебаниями цен на конечную продукцию компаний ТЭК, то негативное воздействие инфляционных рисков проявляется в росте тарифов и цен поставщиков товаров и услуг. Превышение инфляции ожидаемых значений ведет к увеличению текущих и капитальных затрат, включающих стоимость оборудования, технических устройств, комплектующих, а также работ и услуг, формирующих стоимость объектов капитального строительства. Вследствие этого снижается прибыль компаний ТЭК.

Банк России выделяет две группы факторов, оказывающих влияние на инфляцию¹. К монетарным относятся факторы инфляции, на которые Банк России оказывает непосредственное влияние при помощи инструментов денежно-кредитной политики на среднесрочном горизонте. Данные факторы включают ключевую ставку Банка России, процентные ставки денежного рынка, процентные ставки по кредитам и депозитам в экономике, инфляционные ожидания. Монетарные факторы задают общий тренд роста цен или их поддержание вблизи целевого значения.

В свою очередь, немонетарные факторы инфляции являются автономными от денежно-кредитной политики, проводимой Банком России, в пределах среднесрочного горизонта. В эту группу вхо-

¹ Динамика потребительских цен: информационно-аналитические комментарии, № 2 (38) — февраль 2019. Москва: Банк России, 2019. Электронная версия размещена на официальном сайте Банка России (<http://www.cbr.ru/DKP/>).

дят внешнеэкономические условия, структурные факторы, такие как (состояние основных фондов, технологический уровень производства, транспортная, логистическая инфраструктура, уровень концентрации рынков, нормативно-правовая среда и фискальная политика Правительства.

Банк России в своем исследовании отмечает, что инфляции присуща достаточно высокая волатильность. В целом с 2000 г. прослеживается тенденция к ее сокращению, связанная с общим трендом на снижение уровня инфляции. Выделяются два периода заметного повышения ценовой волатильности, связанные с курсовыми шоками — в 2008–2009 годах и в 2015 г. В 2016–2017 гг. амплитуда колебаний инфляции существенно сократилась. При этом волатильность цен на основные компоненты индекса потребительских цен заметно различается, как и ее вклад в колебания инфляции.

Волатильность динамики цен является прежде

всего результатом действия немонетарных факторов со стороны производства, транспортной и складской логистики. К инфляционным рискам можно также отнести и повышение цен поставщиков определенных видов ресурсов и услуг, занимающих на рынке монопольное положение. Примером является производство энергетического угля. Значительная часть добываемого в России энергетического угля имеет низкое качество. Внутренние перевозки фактически субсидируются РЖД, а бурые угли не имеют существенно экспортного потенциала.

На рис. 6 приведена динамика основных показателей инфляции, рассчитываемых Росстатом и Банком России, за период 2016–2019 гг. Стоит отметить, что в конце 2018 г. тенденция постепенного снижения базового уровня инфляции уступила место росту цен. Это может привести к пересмотру бюджетов компаниями ТЭК в 2019 г. в сторону роста издержек.

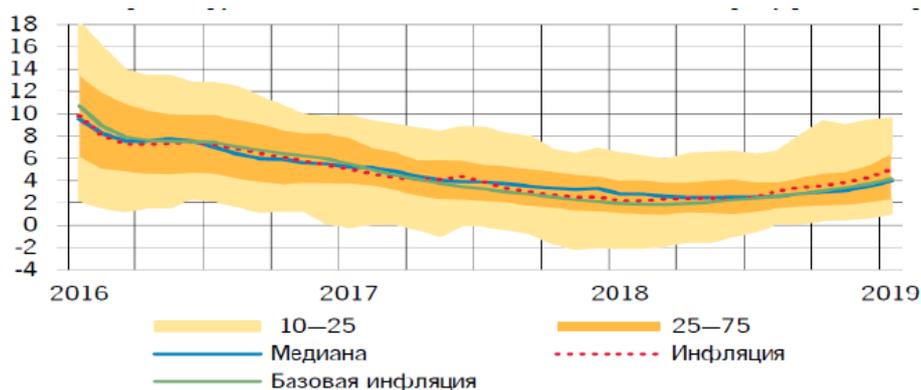


Рис. 6. Прирост цен на товары и услуги и основные показатели инфляции в РФ (в % к соответствующему месяцу предыдущего года)
Источник: Росстат, Банк России

По оценке Банка России², повышение с 1 января 2019 г. основной ставки НДС с 18 до 20 % окажет существенное влияние на формирование инфляции в 2019 г. Диапазон вклада НДС в инфляцию с учетом всей совокупности факторов достаточно широк и составляет от 0,6 до более 1,5 процентного пункта. Согласно оценке, заложенной в июньский макроэкономический прогноз Банка России, повышение НДС окажет основное влияние на инфляцию непосредственно после изменения ставки — в первые месяцы 2019 г. — и его масштаб составит около 1 процентного пункта.

Налоговые риски. В налоговом законодательстве не содержится четкого определения налоговых рисков. Налоговые риски можно охарактеризовать как опасность возникновения финансовых

потерь, связанная с одной стороны, с неопределенностью налогового законодательства, и как следствие неправильного применения требований и норм, и с другой стороны, непредвиденными изменениями в самом законодательстве, увеличивающие налоговую нагрузку.

Исходя из данного выше определения, налоговые риски ТЭК можно разделить на внешние и внутренние³. Внешние риски не зависят от деятельности компании и вызваны действием макроэкономических факторов и политических процессов, приводящих к изменению налоговой системы. Внутренние риски возникают в результате деятельности самой компании. Для компаний ТЭК характерны в равной степени оба вида налоговых рисков. Последствия внутренних рисков сложно обобщить, так как они носят индивиду-

² Доклад об оценке влияния повышения основной ставки НДС на инфляцию // Банк России: официальный сайт, август 2018 г. [Текст]. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/47495/2018_01_nds.pdf

³ Налоговые риски предприятия // Главная книга онлайн: сетевое издание, 3 марта 2017. URL: <https://glavkniga.ru/situations/k503335>.

альный характер и обычно связаны и неправильной интерпретацией конкретных норм налогового законодательства или ошибочными записями в регистрах налогового учета. Единственным инструментом управления внутренними налоговыми рисками выступает отлаженная система внутреннего аудита.

Характерным примером неопределенности, вызванной действиями внешних факторов, является нефтяная отрасль. На сегодняшний день нефтедобывающий сектор является системообразующим для всей российской экономики. На протяжении длительного периода времени в России происходят существенные изменения в системе налогообложения основных бюджетобразующих отраслей — нефтедобычи и нефтепереработки. Данные изменения призваны стимулировать нефтяные компании уделять внимание не только объемам добычи, но и глубине переработки нефти и получению нефтепродуктов высшего качества. Налоговое регулирование нефтяной отрасли ведется по двум связанным направлениям:

варьирование ставки налога на добычу полезных ископаемых и ставки экспортных пошлин.

В 2015 г. был начат, так называемый, «налоговый маневр», в рамках которого снижаются экспортные пошлины на нефть и светлые нефтепродукты, что, в свою очередь, компенсируется ростом ставок НДС и экспортной пошлины на темные нефтепродукты. Среди основных предпосылок данных изменений — стимулирование увеличения глубины переработки нефти на российских НПЗ. В 2017 г. данный этап «большого налогового маневра» был завершен, с 1 января 2017 года увеличилась базовая ставка налога НДС в отношении нефти с 857 руб. за тонну до 919 руб. за тонну, которая действует и по сей день.

Экспортные пошлины традиционно в России являются плавающими и зависят от цен на нефть на мировом рынке. На рис. 7 приведена динамика экспортной пошлины на сырую нефть за период с 2016 г. по 2019 г. Экспортная пошлина считается естественным ограничителем для экспорта в период роста цен на нефть.

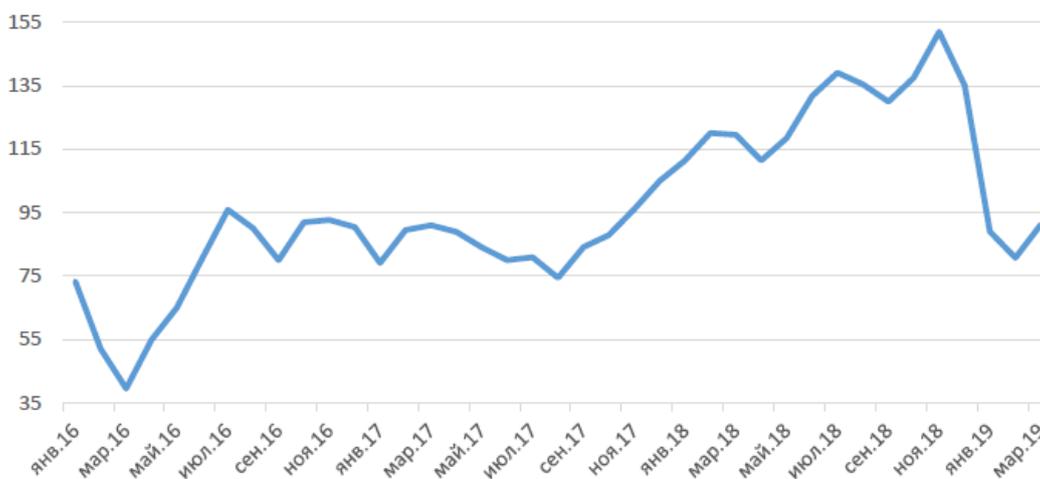


Рис. 6. Динамика экспортной пошлины на сырую нефть (долл. США за 1000 кг)

Источник: составлено автором по данным официального сайта Минэнерго РФ. URL: <http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/foreigneconomicactivity/regulation/201818121>

Частые изменения налогового законодательства заставляют компании постоянно адаптироваться к новым правилам. В частности, в среднесрочной перспективе может существенно сократиться доля независимых НПЗ. Модернизация крупных НПЗ в составе ВИНК может обеспечиваться за счет роста прибыли от экспорта нефти, в то время как независимые НПЗ, часть из которых специализируется на экспорте темных нефтепродуктов, оказываются в тяжелом положении. Привлечение инвестиций для столь масштабной модернизации заводов для многих участников рынка также не представляется возможным.

Регуляторные риски. В банковской сфере ре-

гуляторные риски носят название комплаенс-рисков и связаны с нарушением (несоблюдением) требований финансового законодательства и регулятора (Банка России). В ТЭК регуляторные риски имеют более широкую интерпретацию, т.к. в отличие от финансового рынка деятельность энергетических компаний регулируется большим количеством надзорных органов. Данный вид рисков можно определить как непредвиденные изменения в нормативно-правовой среде, которые влекут финансовые потери в результате невозможности быстрой адаптации компаний ТЭК к новым условиям ведения бизнеса. Регуляторные риски имеют много точек пересечения

с категорией бизнес-рисков, с одной стороны, и с налоговыми рисками — с другой, что еще раз подчеркивает необходимость внедрения интегрированной системы управления рисками.

Данный тип рисков наиболее отчетливо проявляются в сфере электроэнергетики. Российская электроэнергетический рынок только недавно прошел стадию коренного реформирования, модель рынка стала гораздо ближе к международной практике. Инвестиционная активность в отрасли и общий экономический рост способствовали росту объемов производства электроэнергии. На протяжении последних лет отрасль электроэнергетики быстро консолидировалась. В результате изменилась ее структура: было осуществлено разделение естественно монопольных (передача электроэнергии, оперативно-диспетчерское управление) и потенциально конкурентных (производство и сбыт электроэнергии, ремонт и сервис) функций, и вместо прежних вертикально-интегрированных компаний созданы структуры, специализирующиеся на отдельных видах деятельности. В настоящий момент модель оптового рынка электроэнергии в РФ включает три сегмента: регулируемые договоры, рынок на сутки вперед и балансирующий рынок.

Риски, присутствующие в сфере электроэнергетики, связаны, в основном, со особенностями организации рынка. Регуляторный риск заключается в изменении правил оптового рынка электроэнергии и мощности (ОРЭМ), а также введении ограничительных мер со стороны государств. Неготовность генерирующего оборудования ведет к риску снижения объема реализации электроэнергии и мощности (полезный отпуск), в результате чего увеличиваются штрафные коэффициенты и/или стоимости реализации мощности на ОРЭМ. Риск снижения гарантированной нормы доходности инвестиций ДПМ (договор предоставления мощности) относительно средней доходности долгосрочных государственных обязательств обусловлен возможным отклонением расчетной цены мощности по договорам ДПМ и выручки

от реализации мощности объектов ДПМ относительно значений, установленных в бизнес-плане.

Специфическим регуляторным риском является риска, связанных с деятельностью ПАО «Газпром» на европейском газовом рынке. В данном случае речь идет о изменении регуляторной среды в странах присутствия российских компаний ТЭК. Политика ЕС направлена на диверсификацию источников поставок газа и увеличение доли биржевой торговли газом, что не может не сказываться на стратегическом развитии компании, являющейся одним из основных поставщиков природного газа в Европу.

Единственным средством управления регуляторными рисками является заблаговременная оценка регуляторных тенденций и их воздействия на операционные модели бизнеса.

Заключение

В статье рассмотрена комплексная природа рисков, требующая от компаний ТЭК внедрения интегрированного подхода управления рисками. Между различными группами рисков существует тесная взаимосвязь. Это необходимо учитывать при разработке методики оценки финансовых рисков.

Результаты исследований показывают, что финансовые риски играют исключительно важную роль, с точки зрения влияния на операционные показатели компаний ТЭК. В статье представлена новая классификация финансовых рисков, отражающая специфику деятельности компаний ТЭК. В статье также показано отличие в понимании природы финансовых рисков в финансово-банковском секторе и ТЭК. Традиционная классификация, принятая в финансово-банковском сообществе, дополнена инфляционными, налоговыми и частью регуляторных рисков.

Материалы статьи представляют практическую ценность для подразделений российских компаний ТЭК, отвечающих за внедрение интегрированной системы управления рисками, а также занимающихся разработкой стратегических моделей развития бизнеса.

Список источников

Башмаков И. А. «Экономика постоянных» и длинные циклы динамики цен на энергию // Вопросы экономики. 2016. № 7.

Будзуляк Б. В. и др. Рейтинговая оценка подрядчиков — фактор минимизации рисков инвестиционной деятельности / Б. В. Будзуляк, А. А. Апостолов, Н. Ф. Селезнев, Л. П. Моисеев, Н. Н. Алексеенко // Газовая промышленность. 2015. № 4.

Кричевский М. Л. Финансовые риски: учеб. пособие. М.: КноРус, 2013.

Логинов Е. Л., Логинова В. Е. Финансовые аспекты трансформации мировых рынков нефти: новые условия развития экономики России // Финансы и кредит. 2015. Т. 21, вып. 17. С. 2–10.

Управление финансовыми рисками: учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / Под ред. И. П. Хоминич, И. В. Пещанской. М.: Юрайт, 2016.

Beckmann J., Czudaj R., Arora V. The relationship between oil prices and exchange rates: theory and evidence. Washington: U.S. Department of Energy, 2017. [Электронный ресурс]: текст. URL: https://www.eia.gov/workingpapers/pdf/oil_exchangerates_61317.pdf (дата обращения 14.04.2019).

British Petroleum. Annual report 2016 [Электронный ресурс] // BP p.l.c.: сайт. URL: <https://www.bp.com/en/global/corporate/investors/results-and-reporting/annual-report.html> (дата обращения 06.04.2019).

Enterprise risk management — Integrating with strategy and performance (June, 2017) [Электронный ресурс] // Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO): сайт. URL: <https://www.coso.org/Pages/default.aspx> (дата обращения 16.03.2019).

Enterprise risk management in the energy industry. St. John's University, 2016. [Электронный ресурс]: текст. URL: https://www.stjohns.edu/sites/default/files/tcb/erm_in_the_energy_industry_2016.pdf (дата обращения 12.02.2019).

Risk intelligence in the energy and resource industry (ERM benchmark survey). London: Deloitte Touche Tohmatsu Ltd., 2014. [Электронный ресурс]: текст. URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Energy-and-Resources/gx-er-erm-survey.pdf> (дата обращения 12.02.2019).

Powering the energy industry of the future by mitigating risk (Aberdeen Group) Research Report, 03.05.2015 [Электронный ресурс] // Enablon: сайт. URL: <https://enablon.com/reports/aberdeen-powering-the-energy-industry-of-the-future-by-mitigating-risk> (дата обращения 11.02.2019).

Risk management in the energy sector Thomson Reuters. August 14, 2018 [Электронный ресурс] // Raconteur: сайт. URL: <https://raconteur.uberflip.com/i/1014413> (дата обращения 12.02.2019).

Stulz R. Risk Management and Derivatives. South-Western Mason, OH, 2003

ACTUAL ISSUES OF FINANCIAL AND ECONOMIC DEVELOPMENT

Ivan Lyalkov¹

ANALYSIS OF THE KEY RISKS OF THE COMPANIES OF THE ENERGY SECTOR

Abstract. The relevance of the study is due to the fact that in the conditions of a complex situation that has developed in recent years in the energy markets, the problems of the effective functioning of the corporate financial risk management system in companies of the fuel and energy complex come to the fore. The leaders of the Russian energy sector demonstrate a positive result, while ensuring the necessary liquidity reserve and maintaining a low level of debt. To a large extent, this is facilitated by the introduction of an integrated risk management system. This article is aimed at identifying key risks faced by energy companies in their activities.

The article clarifies the concept of the economic category of "risk", taking into account the specifics of the activities of energy companies and identifies risks associated with the energy market. The article presents the results of research on the current state of the risk management system conducted by major international consulting and information analysis companies. Special attention is paid to the main categories of market risks, namely price, currency and interest risks.

The article substantiates the fact that the traditional classification of financial risks adopted in the financial and banking sphere does not quite adequately characterize the specifics of the activities of energy companies. From the point of view of the impact on the operating performance of fuel and energy companies, the financial risks should also include part of the regulatory risks, tax risks and risks of changes in tariffs. Fuel and energy companies are the largest taxpayers, and accordingly changes in tariffs and tax laws directly influence strategic decision making and have a significant impact on companies' financial results.

The activities of many sectors of the fuel and energy complex in most countries are regulated. Even in those cases where the actual market of a particular resource itself has no formal limitations, the technological infrastructure is subject to regulation. On the example of the Russian experience, the article describes the main features of each of the listed risks.

The materials of the article are of practical value for the divisions of Russian energy companies that are responsible for the implementation of an integrated risk management system, as well as developing strategic business development models.

Key words: integrated risk management system, energy sector, financial risks, inflation risks, tax risks, regulatory risks.

JEL: G32

1 **Lyalkov Ivan Mikhailovich** – Postgraduate Student. Plekhanov Russian University of Economics. 36 Stremyanny Lane, Moscow, 117997, Russia. E-mail: lyalkov_ivan@mail.ru.

References

Bashmakov I. A. "Ekonomika postoyannykh" i dlinnyye tsikly dinamiki tsen na energiyu ["Economy of Constants" and long cycles of energy price dynamics]. *Voprosy Ekonomiki*. 2016. No. 7 (in Russ.).

Budzulyak B. V. et al. Reytingovaya otsenka podryadchikov — faktor minimizatsii riskov investitsionnoy deyatel'nosti [Rating evaluation of contractors as a factor in minimizing the risks of investment activity]. B. V. Budzulyak, A. A. Apostolov, N. F. Seleznev, L. P. Moiseev, N. N. Alekseenko. *Gazovaya promyshlennost' = Gas Industry Magazine*. 2015. No. 4 (in Russ.).

Krichevsky M. L. *Finansovyye riski: ucheb. posobiye* [Financial risks: a textbook]. Moscow: KnoRus, 2013 (in Russ.).

Loginov E. L., Loginova V. Ye. Finansovyye aspekty transformatsii mirovykh rynkov nefti: novyye usloviya razvitiya ekonomiki Rossii [Financial Aspects of the Transformation of World Oil Markets: New Conditions for the Development of the Russian Economy]. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2015. V. 21, no. 17. Pp. 2–10. (in Russ.).

Upravleniye finansovymi riskami: uchebnyk i praktikum dlya bakalavriata i magistratury [Financial Risk Management: a textbook and a workshop for undergraduate and graduate programs]. Ed. I. P. Hominich, I. V. Peshchanskaya. Moscow: Yurayt, 2016 (in Russ.).

Beckmann J., Czudaj R., Arora V. *The relationship between oil prices and exchange rates: theory and evidence*. Washington: U.S. Department of Energy, 2017. Electronic text data. Available at: https://www.eia.gov/workingpapers/pdf/oil_exchangerates_61317.pdf (accessed 04/14/2019).

British Petroleum. Annual report 2016. *BP p.l.c.: website*. Available at: <https://www.bp.com/en/global/corporate/investors/results-and-reporting/annual-report.html> (accessed 06/04/2019).

Enterprise risk management – Integrating with strategy and performance (June, 2017). *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO): website*. Available at: <https://www.coso.org/Pages/default.aspx> (accessed 03/03/2019).

Enterprise risk management in the energy industry. St. John's University, 2016. Electronic text data. Available at: https://www.stjohns.edu/sites/default/files/tcb/erm_in_the_energy_industry_2016.pdf (accessed 02/12/2019).

Risk intelligence in the energy and resource industry (ERM benchmark survey). London: Deloitte Touche Tohmatsu Ltd., 2014. Electronic text data. Available at: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Energy-and-Resources/gx-er-erm-survey.pdf> (accessed 02/12/2019).

Powering the energy industry of the future by mitigating risk (Aberdeen Group) Research Report, 05/03/2015. *Enablon: website*. Available at: <https://enablon.com/reports/aberdeen-powering-the-energy-industry-of-the-future-by-mitigating-risk> (accessed 02/11/2019).

Risk management in the energy sector Thomson Reuters. August 14, 2018. *Raconteur: website*. Available at: <https://raconteur.uberflip.com/i/1014413> (accessed 02/12/2019).

Stulz R. *Risk Management and Derivatives*. South-Western Mason, OH, 2003.