

3.3.2. Интеграция риск-менеджмента в систему управления судоходной компании на основе концепции сбалансированной системы показателей

Развитие теории и практики корпоративного управления определяет в качестве одной из ключевых проблем повышение эффективности риск-менеджмента. Создание полноценной системы управления рисками компании требует решения комплекса задач – от полноты идентифицированных рисков, обоснования методов их оценки и эффективного спектра инструментов снижения (оптимизации), организационного, информационного и мотивационного обеспечения, до качественной интеграции риск-менеджмента в общую систему управления компанией.

Круг и приоритетность тех или иных задач различается в зависимости от стадии развития риск-менеджмента в процессе эволюция управления рисками как компоненты общей системы управления компании. Каждая компания, как правило, проходит «следующие стадии развития:

1. Традиционная работа с рисками;
2. Осознание необходимости внесения изменений в действующую систему менеджмента компании;
3. Отслеживание и мониторинг рисков;
4. Количественная оценка и прогнозирование рисков;
5. Интеграция риск-менеджмента в действующую систему менеджмента компании».¹

Судоходные компании России исторически всегда уделяли

¹ Вяткин, В. Н. Управление рисками фирмы: программы интегративного риск-менеджмента / В.Н. Вяткин, В.А. Гамза, Ю.Ю. Екатеринославский, П.Н. Иванушко. – М.: Издательство «Финансы и статистика», 2006. – 400 с.

внимание определенным видам рисков в связи со спецификой деятельности и необходимостью их страхования. В настоящее время крупные судоходные компании России существенно расширили спектр контролируемых рисков, методов и инструментов управления рисками, прежде всего, в связи с ужесточением нормативных требований международного уровня. Однако степень полноты контролируемых рисков недостаточна, классификаторы рисков, применяемые в компаниях, существенно различаются, методы управления рисками и функциональное взаимодействие менеджеров ограничены, организационное и информационное обеспечение риск-менеджмента требует адекватного развития. В целом, уровень риск-менеджмента в различных отечественных судоходных компаниях характеризуется широким разбросом в соответствии с идентификацией стадий развития (рис.1); при этом для крупных компаний на первый план выступает проблема интеграции риск-менеджмента в общую систему менеджмента компании.

Наблюдаемая сегодня слабая интеграция риск-менеджмента судоходных компаний с общей системой управления, существование риск-менеджмента как практически изолированных фрагментов, не оказывающих серьезного воздействия на повышение эффективности их деятельности и управления, существенно снижает результативность риск-менеджмента и в целом системы управления.

Современная научная литература демонстрирует высокую активность ученых в области совершенствования риск-менеджмента на основе его интеграции в общую систему управления. При этом многие авторы, концентрируя внимание лишь на организационном аспекте, не предлагают решения ключевой проблемы - способов такой интеграции. Данная проблема исследуется, в основном, западными учеными, предлагающими в качестве системы управления, на основе которой

реализуется интегрированный риск-менеджмент, сбалансированную систему показателей (ССП).

В мировой практике концепция сбалансированной системы показателей в настоящее время признается одной из наиболее эффективных концепций управления, позволяющей переводить стратегию компании в сбалансированный комплекс ключевых показателей (KPI), транслировать ее цели и задачи на оперативный уровень. Отечественными судоходными компаниями предпринимаются попытки внедрения в систему управления этой концепции. Потенциал концепции СПП позволяет рассматривать ее как методологическую платформу, позволяющую эффективно интегрировать риск-менеджмент в процессы системного управления судоходной компанией.

Классическая структура СПП содержит ключевые показатели эффективности компании по четырем проекциям (финансы, клиенты, внутренние бизнес-процессы, обучение и развитие)² и не включает риски. В то же время теория и мировая практика стратегического управления на основе СПП и риск-менеджмента свидетельствует о том, что развитие этих систем управления сопровождалось приобретением схожих характеристик (ориентация на стратегические цели, проактивность, комплексный подход, отражение причинно-следственных связей, вовлеченность сотрудников и др.), что создает предпосылки для их эффективной интеграции.

Использование СПП как интеграционной основы встраивания риск-менеджмента в систему корпоративного управления предполагает, что ее четыре проекции, отражающие стратегические цели и ключевые показатели деятельности, составляют каркас для системной

² Каплан Роберт С., Нортон Дейвид П. Сбалансированная система показателей Каплан, Р. Сбалансированная система показателей: от стратегии к действию / Р. Каплан, Дейвид Нортон ; пер. с англ. М. Павловой.- М.: Олимп-Бизнес, 2008. – 320 с.

идентификации, классификации и управления рисками деятельности компании с учетом требования полноты учета релевантных для компании рисков и их многопланового воздействия на показатели ССП. Такая консолидация ключевых показателей эффективности компании (KPI) и сопутствующих им рисков обеспечивает синергию финансово-экономического потенциала компании и ее риск-потенциала, их влияния на достижение стратегических целей компании.

Исследователи проблемы интеграции риск менеджмента и ССП предлагают принципиально разные концептуальные подходы к такой интеграции – от использования классической структуры ССП с расширением состава показателей каждой проекции путем включение в нее соответствующих рисков до сохранения состава ключевых показателей классической структуры ССП и отражения рисков в самостоятельном дополнительном блоке, а также трансформации классической структуры ССП и создания целого набора ССП для ключевых показателей деятельности и рисков компании. В целом, обобщение различных точек зрения позволило выделить следующие модели интеграции:

1. Концепция ССП-Плюс;
2. Дополнение классической структуры ССП блоком «Риски»;
3. Сбалансированные риск-карты и карты потенциальных возможностей (BCR-Card);
4. Совмещенный (с рисками) вариант модифицированной ССП, основанной на факторах успеха - (EF-BSC).

Характеристика содержания, преимуществ и недостатков каждого варианта интеграции представлены в (табл.3.5).

Таблица 3.5

Характеристика моделей интеграции риск-менеджмента и сбалансированной системы показателей

I. Концепция ССП-Плюс - расширение классической ССП путем включения рисков в каждый структурный блок	
Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none"> • Простота внедрения на базе уже существующей ССП; • возможность зафиксировать ответственность за менеджерами, отвечающими за показатели отдельных блоков ССП; • отражение причинно-следственных связей рисков, ключевых показателей ССП и стратегических целей компании 	<ul style="list-style-type: none"> • неполный учет рисков или их дублирование
II. Расширение классической структуры ССП блоком «Риски» - наличие пяти структурных блоков; все релевантные риски компании включаются в отдельную дополнительную проекцию ССП- «Риски».	
Достоинства	Недостатки
<ul style="list-style-type: none"> • Полнота отражения рисков и отсутствие их дублирования в разных проекциях ССП; • относительно низкие затраты на внедрение модели при наличии в компании разработанной ССП. 	<ul style="list-style-type: none"> • Нарушение причинно-следственных связей рисков, КРІ и стратегических целей компании; • наличие проблемы определения ответственности персонала за разнообразные риски, сгруппированные в отдельный блок.
III. Сбалансированные риск-карты и карты потенциальных возможностей - модель подразумевает замену структурных блоков в классической ССП стратегическими факторами успеха, которые могут варьироваться в зависимости от особенностей и потребностей конкретной компании. Для стратегических факторов успеха разрабатываются ключевые показатели, отражающие потенциальные возможности компании. Отдельно формируется собственная ССП для рисков, соответствующих стратегическим факторам успеха; риски, порождаемые внешней средой, учитываются в отдельном блоке этой ССП «внешняя среда».	
Достоинства	Недостатки
<ul style="list-style-type: none"> • Полнота отражения рисков, в том числе порождаемых факторами внешней среды. 	<ul style="list-style-type: none"> • Отсутствие четко определенной структуры модели; • недостаточная интеграция системы риск-менеджмента и ССП; • невозможность четкого закрепления ответственности за идентификацию рисков, особенно рисков, входящих в блок «внешняя среда»; • нарушение причинно-следственных связей рисков и стратегических целей.
IV. Совмещенный вариант на базе модифицированной ССП, основанной на факторах успеха - модель модифицированной ССП включает стратегические факторы успеха, для каждого из которых стоит собственная ССП. Риски учитываются непосредственно для каждого из факторов успеха. Разрабатывается отдельная ССП для рисков, включающая, помимо специфических рисков, риски, не относящиеся к конкретному фактору успеха.	
Достоинства	Недостатки
<ul style="list-style-type: none"> • Полнота учета рисков компании; • возможность оценки общей опасности в результате совместного действия рисков из различных функциональных областей. 	<ul style="list-style-type: none"> • Отсутствие четко определенной структуры модели; • нецелесообразное дублирование специфических рисков, относящихся к стратегическим факторам успеха и повторно описываемых в «дополнительной риск-сбалансированной карте»; • недостаточная интеграция системы риск-менеджмента и ССП; • высокие временные затраты, трудозатраты и финансовые затраты на внедрение данной модели; • нарушение причинно-следственных связей рисков и стратегических целей.

Не рассматривая кардинальную трансформацию классической ССП на основе стратегических факторов успеха и потенциальных возможностей компании, выделим разные подходы к отражению рисков и их встраиванию в систему управления на основе концепции ССП, представленные в рассмотренных вариантах:

- включение рисков в каждый структурный блок на базе использования классической структуры ССП (вариант I);
- создание отдельного блока (вариант II) или отдельных ССП для рисков (вариант III) дополнительно к ССП, включающей показатели эффективности (или потенциальные возможности);
- комбинированный подход к интеграции (вариант III и IV) - выделение в составе релевантных рисков компании групп рисков, которые непосредственно корреспондируют с факторами успеха или с ключевыми показателями эффективности отдельных блоков классической ССП с их включением в соответствующие блоки, а также создание отдельного блока, отражающего риски внешней среды, которые нельзя соотнести с конкретным показателем эффективности (фактором успеха).

На наш взгляд, совокупность разнообразных рисков, которым подвергается любая компания, в том числе судоходного бизнеса, не дает возможности ограничиться в модели интеграции классической структурой ССП. Эффективная интеграция определяет необходимость не только дифференциации рисков в рамках сбалансированной системы показателей, увязывая ключевые показатели деятельности с конкретным набором рисков по четырем проекциям (финансы, клиенты, внутренние бизнес-процессы, обучение и развитие), но и расширения классической структуры ССП путем выделения дополнительной группы рисков внешней

среды, оказывающих влияние на показатели эффективности всех или нескольких из названных проекций. Такое выделение поддерживается используемыми в судоходных компаниях классификациями контролируемых рисков, где подобного рода внешним рискам уделяется особое внимание. Значимость управления этими рисками, требующего особого инструментария, повышается в связи с возрастающей неопределенностью, динамичностью внешней среды.

Предлагаемая модель интеграции риск-менеджмента и сбалансированной системы показателей (рис.3.4) предусматривает отражение внутренних рисков компании и части внешних рисков, четко связанных с конкретной проекцией ССП, в ее блоках «финансы», «клиенты», «внутренние бизнес-процессы», «обучение и развитие», внешних системных рисков - в дополнительном блоке расширенной ССП. Этим обеспечивается взаимосвязь между ключевыми показателями эффективности каждого структурного блока сбалансированной системы показателей с соответствующими рисками, сопутствующими их достижению; дополнительный блок модели включает системные риски внешней среды, оказывающие влияние на все составляющие ССП.

Встраивание рисков в структуру ССП в соответствии с предложенной моделью обеспечивает корректное и ясное распределение дифференцированных рисков по структурным блокам модели, повышает эффективность управления рисками на основе их продуктивной дифференциации и системной интеграции, организации соответствующего контроля и ответственности.



Рис. 3.4. Модель интеграции риск-менеджмента и ССП (BSC)

Наполнение этой модели предполагает, в первую очередь, обоснования ключевых показателей эффективности.

Для отечественных судоходных компаний сбалансированная система показателей представляет собой новую модель управления, переход на которую осуществляется лишь в последние годы. Немногочисленные научные исследования адаптации концепции ССП к управлению отечественными судоходными компаниями и начальная стадия ее использования на практике свидетельствуют о весьма широком разбросе мнений относительно структуры и показателей модели. В силу достаточно слабой проработанности проблемы формирования ССП в отраслевой науке и практике авторами разработана система ключевых показателей крупной судоходной компании, стратегическое развитие которой нацелено на рост стоимости бизнеса (табл.3.6).

Таблица 3.6

Ключевые показатели эффективности судоходной компании

Финансы	Клиенты
Рост объема продаж	Доля постоянных клиентов
Рост EBITDA (прибыли до вычета процентов, налогов и амортизационных отчислений)	Степень расширения клиентской базы
Рентабельность продаж	Удовлетворенность клиентов предоставляемыми услугами, их спектром и качеством
Рентабельность активов	
Чистая прибыль на акцию	
Внутренние бизнес-процессы	Обучение и развитие
Валовая производительность флота	Текучесть кадров
Производительность труда	Уровень компетенции и квалификации персонала
Средний возраст судов	Индекс удовлетворенности персонала

Реализация модели интеграции риск-менеджмента и сбалансированной системы показателей судоходной компании требует идентификации рисков, включаемых в каждый блок модели. В отраслевой науке и практике судоходного бизнеса представлен достаточно широкий спектр различных классификаций рисков; единая классификация (с некоторыми вариациями) используется лишь для определенного набора рисков, подлежащих страхованию. Встраивание рисков в сбалансированную систему показателей судоходной компании предусматривает новую структуризацию рисков с целью их адаптации к структурным блокам модели интеграции.

На рис. 3.5 представлена модель интеграции риск-менеджмента и ССП, разработанная применительно к судоходной компании.



Рис. 3.5. Вариант построения модели интеграции риск-менеджмента и ССП (BSC) судоходной компании

При этом выделены ключевые риски блоков «финансы», «клиенты», «внутренние бизнес-процессы», «обучение и развитие», а также основные виды рисков, оказывающих влияние на ключевые показатели эффективности всех названных структурных составляющих модели.

В целом, встраивание риск-менеджмента в общую систему управления судоходной компанией на основе предложенной модели интеграции рисков и ключевых показателей эффективности на базе методологии концепции ССП конкретизирует стратегию фирмы и основные риски, связанные с ее реализацией, позволяет построить качественную карту рисков, а также обосновать приоритетные методы управления, что создает платформу комплексного эффективного управления ресурсами, доходностью и риском компании как основы формирования потенциала высокой инвестиционной привлекательности бизнеса.

Макарова В.А., Скобелева И.П.

3.4. Актуальность использования ценностно-ориентированного управления в российских транспортных компаниях

Крупнейшие российские транспортные корпорации, особенно котирующие свои акции на рынке ценных бумаг, должны использовать принципиально иную (по сравнению с традиционной) модель управления, нацеленную на рост ценности компании. Значимость такой трансформации целей компании и драйверов ее достижения актуализируется в условиях реализации программ приватизации транспортных компаний. В то же время сегодня система управления в транспортных компаниях России, как правило, не нацелена на рост стоимости для акционеров; лишь единицы из них (например, «Совкомфлот») включают в стратегические цели повышение ценности компании. Изменение парадигмы управления на основе

использования принципов ценностно-ориентированного менеджмента позволит расширить возможности использования транспортными корпорациями мирового фондового рынка как поставщика инвестиционных ресурсов, а также развить потенциал фондового рынка России.

Принципы и структурные детерминанты ценностно-ориентированного управления в российских транспортных компаниях

Концепция *Value-Based Management* является одной из последних научных концепций стратегического управления корпорацией. Сегодня стоимостной подход идентифицируется как ядро интеллектуальной системы стратегического управления деятельностью компаний в современной бизнес-среде³.

³ Эта концепция не является результатом чисто теоретических измышлений. Она родилась из потребностей практики. В конце 80-х годов экономику США захлестнула волна **враждебных поглощений**. В 1988г. было приобретено максимальное количество - 462 компании. Позднее это волна выкупов охватила Европу. Одни компании приобретали в неограниченном количестве акции других корпораций, рыночная цена акций которых снижалась. Владельцы акций, имея другие альтернативы, активно сбрасывали такие акции, увеличивая их предложение, что давило на цены. При этом объектами поглощения являлись зрелые устойчивые компании, которые создавали обильный свободный денежный поток, но не могли эффективно ими распорядиться. Менеджеры вели себя традиционно, а именно активно реинвестировали деньги в бизнес (вместо того, чтобы возвращать их акционерам). Такая политика приводила к невыгодным инвестициям (перепроизводство традиционной продукции или инвестиции в незнакомые виды бизнеса), что и послужило причиной снижения курса акций, недовольству акционеров, которые активно продавали обесценивающиеся на их глазах акции. Новые владельцы распродавали приобретенные компании по частям, увольняли сотрудников, создавали новые сначала небольшие более конкурентоспособные компании за счет IPO (сюда и вкладывали средства акционеры). Таким образом, вмешательство извне послужило инструментом прекращения экономически нецелесообразного распределения ресурсов. Именно это обстоятельство показало, насколько значимо создание стоимости для акционеров. Другая важная причина необходимости первостепенного значения интересов акционеров в действиях менеджеров заключается в активности институциональных акционеров, ставших значимым фактором влияния на деятельность менеджеров корпораций в 90-е годы. Обе названные причины отражают развитие фондовых рынков, увеличение доли домохозяйств, владеющих акциями, неудовлетворительная система социального обеспечения в США, Европе, Японии. Именно названные две причины оказали наиболее существенное влияние на коренное изменение корпоративного управления, заставляя менеджеров заботиться об интересах собственников корпорации.

Концепция стоимостного менеджмента сформировалась как синтез целого ряда научных школ и теорий, которые являются фундаментальными предпосылками формирования этой концепции:

- к области *финансов* относится главная цель ценностно-ориентированного менеджмента - создание стоимости, а также теория оценки стоимости на основе дисконтированного денежного потока;

- к области *бизнес-стратегии* относятся теории (школы) стратегического менеджмента, предусматривающие инвестирование в ниши рынка или возможности, обеспечивающее компании сравнительное преимущество над существующими и потенциальными конкурентами;

- из *теории организационного поведения* в концепции ценностно-ориентированного менеджмента используется идея «делается то, что измеряется и вознаграждается»; таким образом, стоимостной менеджмент обосновывает систему измерения и вознаграждения сотрудников, направленную на создание стоимости;

- из *финансового учета и отчетности* концепция стоимостного менеджмента заимствовала основную структуру финансовых отчетов компании, модифицируя их в соответствие с целями управления стоимостью.

Наиболее фундаментальным вопросом корпоративного управления является вопрос формулирования главной цели бизнеса. Необходимость четкого определения цели организации обусловлена требованиями выбора и принятия решений в такой сложной среде, в которой работает современный бизнес. Ежедневно менеджерами разного уровня принимается множество решений; при этом постоянно происходит стратегическое вложение ресурсов и менеджеры должны знать об их вкладе в фундаментальную цель компании. В отсутствие четкой, определенной цели отдельные решения будут конфликтовать друг с другом, и развитие компании пойдет по неэффективному пути.

Концепция управления компанией, основанная на стоимости, в

качестве главной цели бизнеса определяет увеличение стоимости для акционеров. Оптимальные методы ведения бизнеса, используемые менеджментом, должны учитывать интересы инвесторов компании. При этом конкуренция между компаниями за инвестиции привлекает капитал к лучшим проектам. В результате выигрывает вся экономика, поскольку ресурсы направляются туда, где они будут использоваться наиболее эффективно, что приводит к увеличению количества товаров, услуг и рабочих мест.

Управление, нацеленное на создание стоимости (Value-Based Management) представляет собой концепцию стратегического управления, направленную на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации усилий сотрудников, принимающих решения, на ключевых факторах роста стоимости.

Под стоимостью компании в рамках ценностно-ориентированного менеджмента понимается ее справедливая стоимость, свободная от действия спекулятивных факторов. Это означает, что стоимость компании формируется ее фундаментальными факторами, т.е. факторами, определяющими, прежде всего спрос и предложение на продукцию реального сектора экономики и, следовательно, будущий свободный денежный поток компании (поток денежных средств, доступный для распределения между инвесторами - акционерами и владельцами долговых инструментов компании). При этом стоимость компании учитывает долгосрочные перспективы ее деятельности, так как в основе оценки стоимости лежит прогнозирование денежных потоков, которые в будущем принесут активы организации.

Таким образом, стоимость - всегда долгосрочный показатель, отражающий перспективы компании в отношении уровня и динамики фундаментальных факторов ее развития, характеризующих состояние реального производства и потребления в глобальной и национальной

экономике.

Глобальный экономический кризис сопровождается банкротством и беспрецедентным снижением капитализации еще недавно процветающих компаний. Однако катастрофическое снижение рыночной стоимости компаний не только не опровергает, но активно подтверждает верность концепции ценностно-ориентированного менеджмента. Существенное уменьшение стоимости акций компаний на всех ведущих фондовых площадках мира отражает, прежде всего, отсутствие благоприятных перспектив их роста вследствие действия доминирующего фундаментального фактора, определяющего будущий денежный поток - падения спроса на продукцию, связанного в конечном итоге с кризисом перепроизводства и циклическим колебанием деловой активности в мировой экономике.

Лишь те компании, которые обеспечат восстановления спроса на продукцию, услуги (очевидно, качественно новую и более технологичную) и позитивные перспективы его динамики, смогут восстановить и далее увеличить стоимость. В свою очередь для каждой конкретной компании это возможно только путем поиска путей и отбора факторов стоимости, их реализации в стратегических и тактических планах и действиях (в том числе, при поддержке государства), что и составляет сущность ценностно-ориентированного менеджмента.

В концепции стоимостного менеджмента используется три основных модели, которые разработаны и продвигаются в практическое поле консалтинговыми компаниями:

1. Метод свободного денежного потока - разработан и предлагается компанией *McKinsey & Co.*

2. Метод экономической добавленной стоимости /рыночной добавленной стоимости (EVA/ MVA) - разработан и применяется *Stern Stewart & Co.*

3. Метод денежной рентабельности инвестиций (CFROI), используемый *Бостонской консалтинговой группой и HOLT Value Associates.*

Несмотря на различия этих методов и продолжающиеся дискуссии по поводу преимуществ того или иного метода, все они имеют общую теоретическую основу – теорию оценки свободного потока денежных средств. Новое в системе управления, привносимое концепцией стоимостного менеджмента, заключается в том, что он предусматривает оценку успешности текущей деятельности на основе оценки эффективности использования существующих активов путем применения тех же стандартов, что и для оценки приобретения новых активов (оценки новых инвестиционных возможностей).

Таким образом, концепция стоимостного менеджмента исходит из единого подхода к оценке эффективности будущих и имеющихся активов, используя критерии эффективности, основанные на будущих дисконтированных денежных потоках.

Это принципиальное положение устраняет противоречие между двумя моделями измерения эффективности (будущей и текущей), существующее вплоть до настоящего времени в управлении развитием бизнеса:

- при бюджетировании капитальных вложений (новых инвестиций) применяется оценка эффективности на основе дисконтированных денежных потоков;

- при оценке эффективности текущей деятельности большинство компаний использует показатели, рассчитанные на основе бухгалтерской отчетности (чаще всего, прибыль, прирост прибыли, показатели рентабельности).

Система измерения эффективности на основе данных бухгалтерского учета может привести к принятию управленческих решений, противоречащих интересам собственников (акционеров) компании. Основные недостатки показателей прибыли с точки зрения ее связи с созданием стоимости заключаются в следующем:

- 1) прибыль, рассчитанная в соответствии со стандартами бухгалтерского учета, не отражает риска получения этой прибыли;

2) показатели прибыли не учитывают весь объем экономических затрат, связанных с привлечением долгосрочных финансовых ресурсов. В отчетности не находит отражения тот факт, что сумма выплаченных процентов и дивидендов не отражает реальных (альтернативных) затрат на капитал с учетом рисков компании. Это касается стоимости акционерного (собственного) капитала, которая равна требуемой доходности с учетом риска инвестиций в данную компанию;

3) показатели прибыли не учитывают перспективы и потенциал роста компании;

4) методы ведения бухгалтерского учета не вполне совершенны и в разных компаниях могут различаться. В соответствии с бухгалтерскими стандартами можно существенно изменять прибыль с изменением учетной политики и переходом на МСФО.

Показатели рентабельности лучше прибыли оценивают эффективность, однако:

- они характеризуются теми же недостатками, что и бухгалтерская прибыль, кроме этого существует сложность объективной оценки активов, капитала. Следовательно, рентабельность капитала не точно отражает отдачу на вложенный капитал;

- существует противоречие между стратегическими задачами компании и ее текущей эффективностью. Так, текущая рентабельность может снижаться при реализации крупных инвестиционных проектов компании, в то время как чистый дисконтированный денежный поток положителен, что обеспечивает приращение стоимости;

- показатели рентабельности не отражают рост компании, необходимый для создания дополнительной стоимости.

Компании, использующие стоимостной менеджмент, меняют все текущие оценки эффективности деятельности и соответственно систему стимулирования работников. Управление, основанное на стоимости, использует иные критерии эффективности, основанные не на бухгалтерской

отчетности, а на инвестиционном учете (альтернативное название свободных денежных потоков).

Стоимость любого доходного актива при использовании модели дисконтированного денежного потока представляет собой функцию от величины ожидаемых будущих денежных потоков, их распределения во времени и риска. Следовательно, при управлении предприятием, целью которого является максимизация стоимости, система оценки эффективности должна охватывать все три основные структурные детерминанты, определяющие стоимость - величину, время и риски будущих денежных потоков.

Однако метод дисконтированных денежных потоков, который сводит к одному числовому значению все результаты деятельности компании на протяжении будущего времени, является ценным инструментом стратегического анализа, но не пригоден для оценки прошлых результатов, а также для установления краткосрочных целевых нормативов в рамках стоимостного менеджмента, необходимых для перевода стратегии на *оперативный уровень*.

Для этой цели используется показатель экономической добавленной стоимости EVA (EVA – торговая марка, зарегистрированная компанией *Stern Stewart & Co*; является развитием показателя экономической прибыли или остаточного дохода, используемым в управленческом учете). Величина дисконтированного денежного потока компании зависит от роста, рентабельности и стоимости ее капитала; эти структурные детерминанты формируют и EVA, которая является краткосрочным показателем и четко однозначно определяет основные направления создания стоимости компании.

EVA широко применяется в модели ценностно-ориентированного менеджмента:

$$EVA = NOPAT - k \times IC$$

$$\text{или } EVA = (r - k) \times IC,$$

где *NOPAT*- операционная прибыль компании после уплаты налогов, но до затрат на финансирование и неденежных учетных записей, кроме амортизации;

k – средневзвешенная стоимость капитала компании;

IC - инвестированный капитал;

r- рентабельность инвестированного капитала, равная $r = NOPAT/IC$.

Несмотря на активное развитие концепции ценностно-ориентированного менеджмента в теоретическом плане и ее интенсивное внедрение в практику управления зарубежными и отечественными корпорациями, в российских транспортных компаниях система стоимостного управления не используется.

Предпринятый авторами анализ эффективности деятельности ряда отечественных судоходных компаний свидетельствует о ярко выраженной общей закономерности – даже при наличии бухгалтерской прибыли и положительной рентабельности, компании не создают дополнительной стоимости, а разрушают ее.

Как показали исследования, подобное положение является следствием неэффективной инвестиционной и финансовой политики компаний. Инвестирование в строительство и приобретение флота не обеспечивается контролем за ведущими детерминантами создания стоимости - рентабельностью инвестиций и стоимостью капитала; прежде всего не учитывается стоимость собственного капитала как альтернативные (реальные) затраты на капитал с учетом рисков компании.

Таким образом, инвестирование, направленное на развитие и рост судоходных компаний, приводит к противоположным результатам – фундаментальная стоимость компании снижается, в связи с тем, что отдача на капитал ниже реальных затрат компании на финансовое обеспечение инвестиций. Этим обусловлена низкая инвестиционная привлекательность многих судоходных компаний.

Внедрение принципов стоимостного менеджмента представляется весьма актуальным для российских судоходных компаний, многие из которых являются крупными перевозчиками, конкурирующими на международном рынке и функционирующими в форме открытых акционерных обществ.

При этом менеджмент компаний должен руководствоваться рядом базовых правил:

- создание стоимости важнее решений об инвестициях в определенные проекты;

- при оценке и управлении деятельностью компании необходимо учитывать стоимость капитала компании, включая альтернативные затраты на собственный капитал. Пока предприятие не получит прибыль, превышающую стоимость капитала, оно фактически работает в убыток (хотя платит налоги как прибыльное), так как расходы ресурсов компании больше, чем ее доход. Компании, норма прибыльности которых превышает стоимость капитала – создают стоимость для акционеров; если это не выполняется, то стоимость разрушается;

- реализации подлежат только те инвестиционные проекты, которые обеспечивают создание новой стоимости компании. Новые инвестиции создают дополнительную стоимость только тогда, когда рентабельность инвестиций выше затрат по привлечению капитала.

При реализации инвестиционных проектов стоимость компании можно увеличить одним из следующих способов:

- 1) путем инвестирования дополнительного капитала в проекты, прибыль которых будет больше, чем расходы на привлечение нового капитала;

- 2) изъятием капитала из операций, которые приносят недостаточную прибыль (или хотя бы сократить дальнейшие инвестиции в эти операции).

Внедрение принципов стоимостного менеджмента в деятельность транспортных компаний позволит управлять фундаментальными факторами

наращивания стоимости, обеспечить повышение инвестиционной привлекательности компании, способствовать их эффективному выходу на мировые фондовые рынки.

Новая финансовая модель транспортной компании

Для современного транспортного бизнеса в России характерно разнообразие финансовых целей и в целом, финансовых моделей компании.

Финансовая модель – это модель взаимосвязанных финансовых параметров, влияющих на достижение поставленных компанией целей. Финансовая модель управления компанией отражает воздействие значимых финансовых (и нефинансовых) факторов и показателей на целевую функцию.

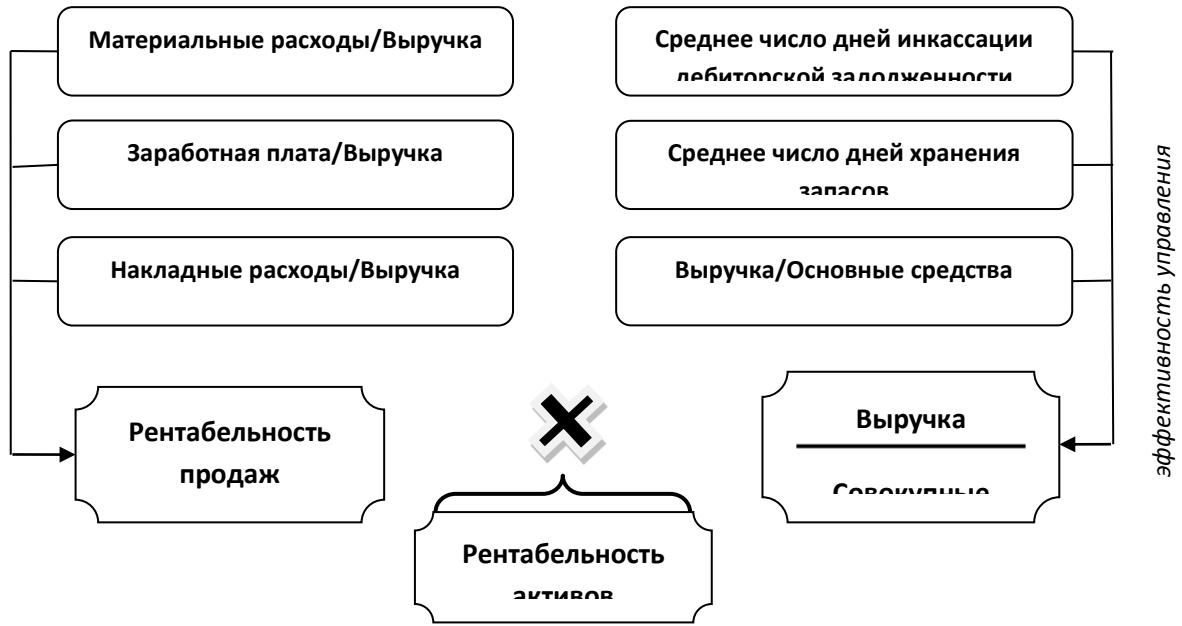
Как отмечалось выше, большинство транспортных компаний России традиционно использует «бухгалтерский» подход, при котором финансовая модель компании строится на выявлении факторов, влияющих на чистую прибыль и рентабельность собственного капитала. В современном управлении финансовая модель базируется на стоимостной концепции, определяющей драйверы роста стоимости компании. Попытки соединить бухгалтерский и стоимостной подход в формировании финансовой модели нашли наиболее полное отражение в модели, предложенной К. Уолшем.⁴ Следует отметить, что К. Уолш не предлагает решение всего комплекса вопросов в управлении стоимостью компании; его модель рассматривает сбалансированное движение ограниченного числа главных финансовых коэффициентов, которые служат для выражения целей бизнеса, его стандартов и влияют на денежный поток и стоимость компании. Управляя базовыми финансовыми коэффициентами с учетом их взаимосвязи и

⁴ Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: Пер. с англ. – 2-е изд. - М.: Дело, 2001.

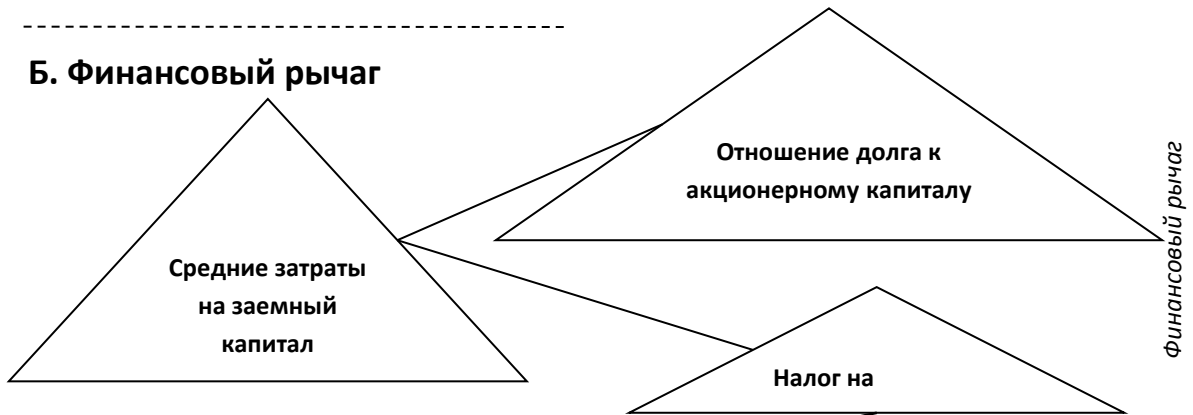
необходимости сбалансирования, можно достичь увеличения капитализации компании (рис. 3.6).

Подобные модели, даже в представленной трансформации бухгалтерской методологии к стоимостной, ограничивают возможности менеджмента компании решением вопросов краткосрочного выбора.

А. Операционные коэффициенты



Б. Финансовый рычаг



В. Рынок капитала



Рис. 3.6. Финансовая модель компании К. Уолша

Решение стратегических задач, требующих выбора между стратегическими альтернативами и характеризующихся долгосрочными

эффектами, опирается на стоимостную финансовую модель, при которой целевой функцией принятия управленческих решений и критерием их оценки является стоимость бизнеса как долгосрочный индикатор, определяющий потенциал генерирования денежного потока, источником которого являются имеющиеся и создаваемые конкурентные преимущества компании.

Стоимостная модель служит фундаментом выработки стратегии, выявляет альтернативы ее развития, используется для обоснования управленческих решений. Такая модель расширяет представление о потенциале повышения эффективности и конкурентоспособности компании и одновременно сужает пространство множества факторов, влияющих на будущее развитие компании.

В настоящее время в теоретическом плане конкурируют две финансовые модели компании в рамках стоимостной концепции – акционерная и стейкхолдерская.

Акционерная модель исходит из доминирования интересов владельцев собственного капитала корпорации. Сторонники этой модели рассматривают в качестве главной финансовой цели максимизацию стоимости для акционеров. Стремление к достижению этой цели заставляет менеджмент компании учитывать интересы и других заинтересованных групп – стейкхолдеров (внешних и внутренних).

Стейкхолдерская модель основана на учете интересов всех владельцев как финансового, так и нефинансового капитала; эта модель возникла и развивается в связи с возросшей ролью взаимодействия всех заинтересованных групп, вовлеченных в активные и пассивные формы участия в деятельности компании с целью извлечения выгоды от связей с ней. Сторонники стейкхолдерского подхода предлагают интегрированную модель управления стоимостью, в основе которой лежит новая цель – повышение стоимости для всех стейкхолдеров, опирающаяся на расширение платформы создания стоимости и балансирование множественных интересов стейкхолдеров как условие выбора стратегических инициатив.

При этом приверженцы данного подхода подчеркивают, что потребуются переосмысление оценки стоимости, чтобы отразить новый измеритель - стоимость для всех стейкхолдеров компании.⁵

Однако и в рамках ставшей уже классической акционерной финансовой модели бизнеса необходимо актуализировать и расширить структуризацию факторов роста стоимости, отражающую вклад значимых стейкхолдеров разных категорий в создание стоимости компании. Стейкхолдерский срез в такой расширенной модели дополняет принципы стоимостного управления пониманием способов движения к цели максимизации стоимости для акционеров.⁶

В условиях перехода к инновационной экономике, глобализации и ужесточения конкуренции на первый план выходят новые группы конкурентных преимуществ, создаваемых уникальными ресурсами, предоставляемыми стейкхолдерами компании. Новые источники конкурентных преимуществ современных компаний, прежде всего, базируются на коммуникативном, социальном и интеллектуальном капитале.

Коммуникативный капитал аккумулирует факторы качества отношений и достижения взаимного доверия участников процесса функционирования корпорации, играющие существенную роль в развитии современного бизнеса. Ключевой признак высокого уровня развития коммуникативного капитала в компании – доверие между сторонами – участниками комплекса отношений корпорации, результатом которого является формирование и развитие специфического актива компании - актива качества отношений. Такой актив формируется целым спектром внутрифирменных и внешних корпоративных отношений: между корпорацией и ее персоналом, внутри разных групп персонала, а также отношениями компании с инвесторами, поставщиками, клиентами (потребителями), партнерами, регулирующими органами. (конфликты)

⁵ Ивашковская И.В. моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. – М.: ИНФРА-М, 2011.

⁶ С.364 Ив.

Социальный капитал создает активы компании, формируемые степенью общности ценностей, представлений и способностью осознания разделяемых целей участниками корпоративных отношений.

Следует отметить, что в академической литературе к социальному капиталу относят и коммуникативный капитал, выделяя таким образом две содержательные компоненты социального капитала корпорации как особого ресурса, извлекаемого из ее разнообразных социальных связей. Исследования в этой области привели к введению новых понятий внутреннего и внешнего рычага социального капитала.⁷ Внутренний рычаг отражает индивидуальные инициативы членов коллектива, способность компании к созданию и поддержке благоприятного климата для их реализации. Внешний рычаг характеризует способность компании использовать внешние связи стейкхолдеров, взаимное сотрудничество, встречные инициативные действия.

Социальный капитал становится значимым фактором создания стоимости компании. Параметры этого ресурса - уровень доверия и общность ценностей – непосредственно влияют на снижение транзакционных издержек корпорации во взаимоотношениях с клиентурой, партнерами и поставщиками, при наборе персонала, а также (и это более существенно) обеспечивают рост корпоративной культуры, качества персонала, что способствует совершенствованию бизнес-процессов.

Таким образом, наблюдается рост роли «портфеля отношений» корпорации как новой группы конкурентных преимуществ, основанных на способности стейкхолдеров компании создавать ее коммуникативный и социальный капитал, являющийся в условиях инновационной экономики, экономики знаний важным фактором роста стоимости современной корпорации.

Другим стратегическим источником конкурентных преимуществ современной компании является интеллектуальный капитал, носителями

⁷ С.371 Ив

которого в значительной и все в большей степени являются стейкхолдеры.

Интеллектуальный капитал включает как накопленные знания, так и способность их трансформации в новые знания. Формирование интеллектуального капитала корпорации зависит от характеристик стейкхолдеров как носителей знаний и от качества связей с ними, поскольку знания создаются конкретными людьми, а компания может либо поддерживать творческий процесс, превращая стейкхолдеров из потенциального носителя в фактического носителя трансформационных компетенций, либо разрушать его.

Интеллектуальный капитал пронизывает все звенья и объекты системы управления современной корпорации – человеческий капитал, партнерский капитал, клиентский капитал, организационный капитал. В результате коренные конкурентные преимущества компании смещаются в сторону ее интеллектуального ресурса, который является уникальным, не доступным в полной мере для конкурентов. При этом данный ресурс не просто присваивается компанией, но, прежде всего, создается в процессе трансформации знаний, что является корневым фактором успеха в конкуренции и создания стоимости компании в динамичной среде ее функционирования.

Таким образом, в условиях высококонкурентной динамичной инновационной экономики сам по себе финансовый капитал и эффективность операционной деятельности, основанной на традиционной ресурсной модели компании, все в меньшей степени определяют стратегический успех бизнеса, рост его стоимости. Накопление уникальных коммуникационных, социальных и инновационных ресурсов корпорации, ее стейкхолдеров составляют ядро новой модели стратегического управления бизнесом.

