

# **АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ КОРПОРАТИВНОГО РИСК МЕНЕДЖМЕНТА**

**Часть вторая.**

**Выбор ключевых показателей и минимизация по-  
следствий шорт-термизма**

**Санкт-Петербург**

**2016**

УДК 33  
ББК 65

*Рецензенты:*

доктор экономических наук, профессор Санкт – Петербургского университета  
управления и экономики  
*Кунин Владимир Александрович*

кандидат экономических наук, заместитель директора Санкт-Петербургского  
филиала АО "Россельхозбанк"  
*Власенко Иван Александрович*

**Актуальные вопросы оценки эффективности корпоративного риск менеджмента: Выбор ключевых показателей и минимизация последствий шорт-термизма. Часть вторая.** Монография / Под. ред. канд. эк. наук, доцента В.А. Макаровой - СПб.: Изд-во Политехн. ун-та, 2016.-206 с.

**ISBN 978-5-9909470-0-9**

Вторая часть научной монографии содержит результаты исследования в области анализа корпоративных систем управления рисками и внутреннего контроля. Существует достаточно большое количество методик, позволяющих оценивать эффективность менеджерских решений внутри компании, однако большинство из них призваны формально оценивать функциональность конкретной системы риск менеджмента по отношению к «лучшим практикам» на мировом рынке. В монографии представлены рекомендации по организации интегрированных систем управления рисками и методология оценки ее эффективности с учетом современных тенденций принятия решений, таких как шорт-термизм ориентация на краткосрочную доходность бизнеса. Теоретические положения подкреплены эмпирическими расчетами, аналитическими исследованиями и практическими рекомендациями.

Основной упор делается на управление неопределенностью развития бизнеса, и, как следствие, роста ставки дисконтирования и снижения инвестиционной привлекательности в результате непрозрачности управленческих процессов и отсутствия четких критериев оценки эффективности процессов.

Настоящая монография предназначена для студентов, аспирантов, преподавателей и научных работников, исследователей, а также специалистов, осуществляющих свою деятельность в области риск менеджмента.

**ISBN 978-5-9909470-0-9**

УДК 33  
ББК 65  
© Коллектив авторов

## Оглавление

Предисловие .....	7
Раздел 1. Основные принципы проведения бенчмаркинга внутрикорпоративных процессов.....	12
Глава 1.1. Общая характеристика бенчмаркинга ( <i>Макарова В.А.</i> ) .....	12
1.1.1. Стандартный процесс бенчмаркинга.....	14
1.1.2. Актуальность для риск-менеджмента.....	16
1.1.3. Выбор KPI для осуществления бенчмаркинга .....	17
1.1.4. Критические факторы успеха как составная часть эффективной стратегии по управлению риском. ....	22
Глава 1.2. Бенчмаркинг как инструмент оценки эффективности ( <i>Макарова В.А.</i> ) 24	
1.2.1. Теоретическая база проведения сравнительного анализа. ....	25
1.2.2. Типы риск-бенчмаркинга .....	31
Раздел 2 . Бенчмаркинг в корпоративном риск-менеджменте .....	36
Глава 2.1. Ключевые концепции современного ERM ( <i>Макарова В.А.</i> ) .....	36
2.2.1. Сущность концепции ALARP .....	36
2.2.2. Стратегия управления риском с позиции концепции ALHARP .....	39
2.2.3. Роль внутреннего контроля при анализе ERM.....	40
Глава 2.2. Риски использования оригинальной финансовой отчетности ( <i>Макарова В.А.</i> ).....	44
2.2.1. Проблема манипуляции данных .....	44
2.2.2. Виды и способы влияния на финансовый результат компании .....	48
2.2.3. Понятие правомерного и неправомерного влияния на результаты деятельности компании.....	49
2.2.4. Показатели, наиболее часто поддающиеся манипулированию.....	50
2.2.5. Мотивы искажения финансовой отчетности .....	60
2.2.6. Методы выявления искажений в финансовой отчётности .....	62
Раздел 3. Методы определения контрольных точек для оценки эффективности корпоративного риск-менеджмента .....	66
Глава 3.1. Ключевые показатели эффективности при оценке эффективности всей системы корпоративного риск менеджмента ( <i>Макарова В.А.</i> ).....	66

Глава 3.2. Методика формирования KPI на основе выделенных критических факторов успеха ( <i>Макарова В.А.</i> ).....	84
3.2.1. Основные критерии оценки эффективности: .....	84
3.2.2. Система показателей стратегического блока ERM .....	86
3.2.3. Система показателей эффективности процессов .....	87
3.2.4. Система показателей стратегического блока ERM .....	95
3.2.5. Методика оценки общего рейтинга .....	95
Глава 3.3. Система показателей, оказавшихся наиболее релевантными для назначения KPI в области риск менеджмента по результатам проведенного исследования в 2015 гг. ....	97
Глава 3.4. Примеры формирования показателей бенчмаркинга рейтинговых агентств (по данным 2015-2016гг.) .....	108
Раздел 4. Последствия шорт-термизма и снижение неопределенности за счет внедрение ERM – систем.....	112
Глава 4.1. Анализ современных тенденций в области внутреннего корпоративного управления ( <i>Макарова В.А.</i> ) .....	112
Глава 4.2. Модель определения ставки дисконтирования с учетом степени эффективности риск менеджмента, определяемой косвенным путем на основе ожиданий стейкхолдеров ( <i>Макарова В.А.</i> ).....	125
4.2.1. Основные допущения модели. ....	125
4.2.2. Методы определения ставки дисконтирования .....	126
4.2.3. Алгоритм определения величины ставки дисконтирования в зависимости от эффективности риск-менеджмента компании.....	132
Раздел 5. Меры измерения эффективности ERM, почему показатель discounted cash flow предпочтителен ( <i>Богуславская С.Б.</i> ).....	140
Глава 5.1. Стоимостные показатели ( <i>Богуславская С.Б.</i> ).....	140
Глава 5.2. Альтернативные показатели измерения результативности риск-менеджмента ( <i>Богуславская С.Б.</i> ) .....	151
Денежный поток (CF) .....	151
Скорректированная чистая прибыль (ANI) .....	153
Распределяемый денежный поток (DCF) .....	155
Раздел 6. Спорные вопросы внутрикорпоративного управления.....	159
Глава 6.1. Меры измерения корпоративного роста ( <i>Татаринцева С.Г.</i> )..	159
Глава 6.2. Контроллинг vs ERM ( <i>Сацук Т.П.</i> ) .....	168
6.2.1. Сущность контроллинга .....	168

6.2.2. Механизм контроллинга .....	173
Заключение .....	179
Список источников литературы .....	181
Приложения .....	191
Приложение 1. ....	191
Приложение 2. ....	192
Приложение 3 .....	193
Приложение 4 .....	194
Приложение 5. ....	205

## **Авторский состав**

**Сацук Татьяна Павловна** - доктор экономических наук, профессор Петербургского университета путей сообщения императора Александра I. Имеет большой опыт практической деятельности в области организации финансового управления компаний. Является автором и соавтором многих научных публикаций в России и за рубежом по проблемам финансового управления, контроллинга, учета и анализа финансово-хозяйственной деятельности коммерческих организаций.

**Татаринцева Светлана Геннадьевна** – кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса Санкт-Петербургского государственного экономического университета. Имеет опыт научной и практической деятельности в области методологии и практики управления финансами корпораций. Автор и соавтор научных публикаций в России по вопросам финансового анализа, формирования инвестиционной политики, оценки эффективности деятельности компаний ряда отраслей экономики РФ.

**Макарова Василиса Александровна** – кандидат экономических наук, доцент департамента финансов Национального Исследовательского Университета «Высшая школа экономики». Занимается научными изысканиями на тему «Оценка эффективности риск менеджмента и ее влияния на инвестиционную привлекательность бизнеса». Является автором и соавтором многих научных публикаций в России и за рубежом по проблемам риск-менеджмента, внутрикорпоративного управления и внешнего финансирования развития бизнеса

**Богуславская Светлана Борисовна** - кандидат экономических наук, доцент департамента финансов Национального Исследовательского Университета "Высшая Школа Экономики". Занимается вопросами анализа деятельности и системного стратегического управления компаний, оценки эффективности некоммерческих организаций, социальных проектов и гражданских инициатив. Является соавтором научных публикаций по теме в России и за рубежом. Среди них «Оценка эффективности проектов некоммерческих организаций, социального предпринимательства и гражданских инициатив», «Системное стратегическое управление компанией: подходы и этапы постановки».

## Предисловие

Настоящая монография продолжает цикл работ, посвященных оценке влияния эффективности внутрикорпоративного риск-менеджмента на инвестиционную привлекательность российского бизнеса. В предыдущих исследованиях не раз отмечалась актуальность исследования возможности применения сравнительного анализа в области систем внутрикорпоративного управления, а так же необходимость организации системы ERM таким образом, чтобы управление осуществлялось не в ущерб основным видам деятельности компании. Современное внутрикорпоративное управление столкнулось с необходимостью балансировать между принятием краткосрочных решений и достижением стратегических целей. Проблему агентских отношений в корпоративном управлении ученые пытаются решить уже более 80 лет, однако современное развитие экономических отношений корректирует сам процесс принятия решений. Большое количество отчетности, котировка акций на рынке и немедленное реагирование курса на любые изменения в структуре компании и во внешней среде, относительная простота смену собственников публичных компаний в виде сделок купли-продажи акций на открытом рынке – все эти факторы ведут к тому, что менеджмент компании вынужден принимать сиюминутные решения для того чтобы снизить волатильность курса акций в настоящее время. Однако те же решения в долгосрочной перспективе имеют совершенно обратный эффект – инвестиционная привлекательность снижается, высший менеджмент не заинтересован в длительном сотрудничестве, инвесторы не заинтересованы в стратегическом партнерстве. В целом подобная ситуация ведет к учащению кризисных ситуаций на рынке, росту ставки дисконтирования длительных

инвестиционных проектов, укорочению горизонта планирования и тд.

В целях снижения подобных эффектов шорт-термизма применяются различные методики оценки эффективности внутрифирменного корпоративного управления. Применение их связано с целым рядом ограничений и особенностей самого метода, но в комплексе они дают достаточно значимый и очевидный результат.

Одним из наиболее распространенных методов оценки эффективности риск менеджмента компании является метод сравнения системы риск менеджмента компании с лучшими практиками на рынке управления рисками (бенчмаркинг).

Управление рисками является наиболее закрытой для понимания системой, так как не имеет прямых свидетельств эффективности, а оценка эффективности управления отдельными видами рисков не позволяет оценить воздействие методов на смежные процессы. Руководства, такие как ISO 31000: 2009 обеспечивают общие принципы для разработки, внедрения и поддержания процессов управления рисками в рамках всей организации, но загвоздка в том, что они не говорят нам о том, как создавать системы показателей производительности или разработки ключевых показателей эффективности (KPI) которые являются незаменимым инструментом в стремлении установить, измерения и достигать наилучших выступлений в рамках бизнеса.

Изучение теории и практики управления рисками позволило выявить следующие основные ключевые моменты современного ERM:

- внедрение стандартов управления рисками и процедур внутреннего контроля сами по себе являются признаком зрелости менеджмента компаний и показателем потенциальной инвестиционной привлекательности.
- для малого бизнеса соблюдение всех рекомендаций в отношении внутреннего контроля и риск менеджмента является не целесообразным и разрушает стоимость бизнеса



- большинство процессов риск менеджмента и внутреннего контроля являются дублирующими, но ориентированы на разный результат в зависимости от цели управления
- применение KPI целесообразно при оценке эффективности организационной модели управления рисками и внутреннего контроля, а выбор KPI и их распределение зависит от владельцев риска в модели
- применение М-счета Бениша при оценке эффективности организационной модели повышает прозрачность бизнеса и уверенность стейкхолдера в результатах оценки
- на практике, что сходные по размеру, виду деятельности компании, и условиях функционирования компании дают совершенно разные результаты управления: при плохой организации внутреннего контроля и попытках манипулировать отчетностью в целях повышения инвестиционной привлекательности, анализ с применением KPI демонстрирует негативную тенденцию - стоимость компании снижается.

Целью настоящей монографии является представление результатов исследования и разработка теоретических и практических рекомендаций относительно применение такого метода оценки эффективности риск менеджмента, как бенчмаркинг, а так же оценка влияния результатов оценки эффективности на длительность принятия решений и возможности снижения неопределенности развития бизнеса.

Бенчмаркинг достаточно сложный инструмент и применяется для оценок таких систем, которые невозможно в силу многообразности оценить прямыми методами. Бенчмаркинг это процесс определения, понимания и адаптации имеющихся примеров эффективного функционирования компании с целью улучшения собственной работы, основная суть заключается в сравнении контрольных точек исследуемой системы с так называемыми лучшими практиками. Независимо от того, какой стан-

дарт риск менеджмента применяется в компании, основными вопросами, тестируемыми во время бенчмаркинга, являются следующие:

- Каковы цели бенчмаркинга на данном этапе?
- Каковы ключевые показатели эффективности (KPI), критические факторы успеха (CSF), ключевые области результатов (KRAs), и какова причинно-следственная связь между рисками и целями организации;
- Разница между показателями, основанными на прошлых событиях и показателями, характеризующими будущую ситуацию
  - Как измерить эффективность с помощью различных инструментов
  - Методы для разработки пользовательских ключевых показателей эффективности.

Как метод оценки, бенчмаркинг не может обойтись без определенных недостатков применения. Основным недостатком, присущем бенчмаркингу как и любой другой методике проведения сравнительно анализа является субъективность сравнительной оценки. В случае если большинство аналогичных компаний не отличаются высокими результатами своей работы, результаты сравнительного анализа дадут как раз отличный результат – исследуемая компания по показателям не будет отличаться от среднего стандарта. Именно поэтому при формировании основных теоретических положений настоящей монографии мы используем формулировку «в соответствии с лучшими практиками риск-менеджмента», подразумевая что процесс принятия решений ведущих по отрасли компаний, давно внедривших и применяющих рекомендации по организации внутрикорпоративного риск менеджмента является рискориентированным и риск в данном случае представлен как положительным так и отрицательным отклонением от поставленных заранее целей.

Монография подготовлена коллективом авторов под общей редакцией к.э.н., доцента Макаровой В.А.

Состав авторского коллектива монографии:

Богуславская С.Б., канд. экон. наук, доцент департамента финансов Национального Исследовательского Университета «Высшая Школа Экономики» – раздел 5: главы 5.1., 5.2.;

Макарова В.А., канд. экон. наук, доцент департамента финансов Национального Исследовательского Университета «Высшая Школа Экономики» - Предисловие, Заключение, раздел 1: Глава 1.1., Глава 1.2; раздел 2: Главы 2.1., 2.2., раздел 3., Главы 3.1-3.3., раздел 4: Главы 4.1., 4.2.;

Сацук Т.П., докт. экон. наук, профессор Петербургского университета путей сообщения императора Александра I – раздел 6, Глава 6.2.

Татаринцева С.Г., кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса Санкт-Петербургского государственного экономического университета раздел 6, Глава 6.1.

Эмпирические расчеты осуществлялись с участием Самохваловой А.Е., Молчановой Е.С.

## Раздел 1. Основные принципы проведения бенчмаркинга внутрикорпоративных процессов

### Глава 1.1. Общая характеристика бенчмаркинга (Макарова В.А.)

Вне зависимости от того какие системы управления рисками использует компания, функция контроля является одним из ключевых факторов успешности исполнения заданных целей.

Для того чтобы, система внутрифирменного контроля приносила, как минимум, пользу, менеджмент организации должен решить первую и основополагающую проблему — установление контрольных точек или бенчмаркинг. Бенчмаркинг включает в себя два процесса — процесс оценивания и процесс сопоставления.

Бенчмаркинг это процесс оценивания и сопоставления бизнес-процессов и существующих метрик функционирования одной компании с лучшими компаниями в индустрии или передовым опытом других отраслей экономики.

Существует десять наиболее распространенных видов бенчмаркинга.

1. Процессный бенчмаркинг — основной целью выступает оценка и исследование процессов с целью установления передового опыта и новаций из более чем одного источника, то есть из нескольких успешных фирм, подвергшихся оценке. Данный вид анализа необходим для выявления оптимальных на данный момент показателей затрат и эффективности на единицу измерения.

2. Финансовый бенчмаркинг — компания-инициатор производит сравнительный анализ, опираясь на инструментарий финансового анализа. Сравнение данных финансовой отчетности с целью выявления конкурентоспособности и эффективности компании является одним из самых распростра-

ненных видов бенчмаркинга в силу относительной доступности и открытости информационных потоков.

3. Инвестиционный бенчмаркинг — при таком построении анализа интересы инвестора имеют приоритетное значение. Сравнительный анализ проводится с целью выявления схожих компаний, которые могут выступить потенциальными инвестиционными проектами.

4. Бенчмаркинг эффективности — данная инициатива ставит перед собой цель выявления конкурентного преимущества фирмы путем сравнения продуктов или услуг с фирмами-конкурентами.

5. Продуктовый бенчмаркинг — это процесс разработки новых или усовершенствования существующих продуктов. Этот процесс может включать элементы копирования продуктов-аналогов с целью определения недостатков изделий конкурентов.

6. Стратегический бенчмаркинг — это самый масштабный вид анализа, который не ограничивается сектором экономики, в котором функционирует предприятие-инициатор анализа. Данный тип бенчмаркинга может изучать как связанные, так и совсем отдаленные индустрии экономики.

7. Функциональный бенчмаркинг — целью анализа выступает изучение только одной функции, которая нуждается в значительной модификации. Это самый узкий вид анализа, который отличается большим количеством уникальных характеристик.

8. Бенчмаркинг лучших в своем классе — данный вид исследования заключается в изучении лучшего в индустрии конкурента, который превосходит остальных в использовании конкретной функции

9. Операционный бенчмаркинг — акцентирует внимание на базовых операционных процессах. Этот тип бенчмаркинга анализирует большой объем процессов, чем функциональный бенчмаркинг.

10. Энергетический бенчмаркинг в силу удорожания энергетических ресурсов, компании все чаще обращают внимание на уровень энергопотребления своих компаний и энергозатрат на единицу продукции. Такие исследования предпринимаются в отраслях с высоким уровнем конкурентного давления, а также в индустриях, которые находятся под пристальным взглядом государства и общественности. Энергетический бенчмаркинг может быть как внутренним, так и

внешним. Внутренний анализ может проводиться между внутренними подразделениями одной организации. Внешний анализ будет исследовать энергоэффективность компаний-конкурентов.

### 1.1.1. Стандартный процесс бенчмаркинга

В целом, суть бенчмаркинга продемонстрирована на рис. 1.1.

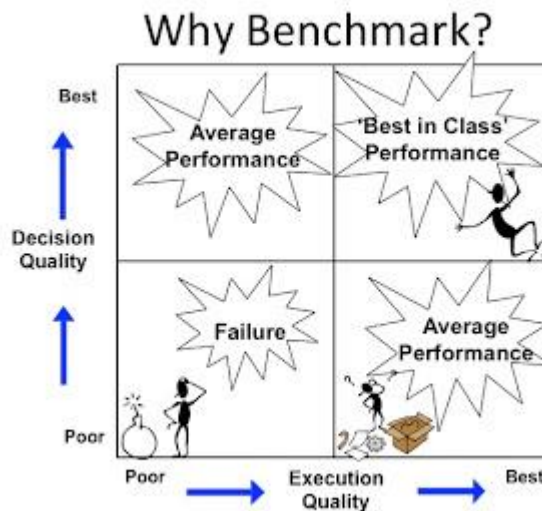


Рис.1.1. Причины выбора бенчмаркинга в качестве инструмента, позволяющего оценить эффективность риск-менеджмента [Talbot J., 2015].

Суть метода заключается в выборе тех контрольных точек, которые действительно будут демонстрировать эффективность изучаемых процессов и являются наиболее актуальными применительно к специфике компании или отрасли.

Процесс реализации бенчмаркинга на практике представлен следующими этапами:

*Первый этап:* в самом начале определяется слабое звено в цепочке бизнес-процессов компании. На основании выявленных недостатков выстраивается система критериев, которые будут служить основой для оценки успешности про-

веденных мероприятий, определения подхода и типа бенчмаркинга, а также определения передового опыта.

*Второй этап:* после выявления системы критериев наступает очередь сбора данных и информации, выстраивание отношений с менеджментом компании, согласование протокола оценки, нахождение консенсуса в терминологии и мерах, которые будут использованы для упомянутых целей.

*Третий этап:* анализ результатов предпринятых мероприятий, оценка расхождений, поиск ответов на причины пробелов в бизнес-процессах. Полученные результаты обобщаются, и на их основе выстраивается реалистическая картина возможных исправлений, которые менеджмент компании может начать внедрять в проблемные бизнес-процессы.

*Четвертый этап:* на данной стадии происходит продвижение полученных рекомендаций, анализ возможности реализации исправлений в соответствии с ограничениями, в которых вынуждена функционировать организация. Поиск поддержки со стороны заинтересованных лиц для реализации необходимых изменений.

Пятый этап включает в себя мониторинг и оценку процесса бенчмаркинга и результатов от проведенных исправлений в соответствии с целями бизнеса, документирование выявленных результатов, а также периодическое обновление контрольных показателей.

*Потенциальные выгоды от использования бенчмаркинга:*

- выявление пробелов в собственных бизнес-процессах путем сравнения результатов деятельности своей компании с результатами деятельности компании, выступающей в качестве базы для сравнения
  - получение и применение передового опыта
  - получение знаний на основе успеха других компаний
- минимизация уровня сопротивления со стороны собственных работников в части необходимости проведения изменений
  - доказывает необходимость постоянного изменения в лучшую сторону

*Потенциальные сложности, которые могут возникнуть как следствие проведенного бенчмаркинга:*

- бенчмаркинг может быть дорогим и трудоемким мероприятием — очень важно понимать превысят ли потенциальные выгоды от анализа те издержки, которые будут связаны с его проведением
  - доступность информации может стоять под вопросом. Другие организации могут не захотеть предоставить нужную информацию.
  - для объективного анализа бизнесов, функции должны быть в значительной степени схожими, в противном случае сравнивать их нельзя.
  - компании должны быть максимально точны в выборе функции, которая нуждается в бенчмаркинге. Например, если компания хочет проанализировать уровень сервиса обслуживания клиентов, то она должна выбрать конкурентную субфункцию, а не весь процесс в целом. Такой субфункцией может выступить количество принятых звонков или количество отправленных приглашений.
  - степень успешности бенчмаркинга будет зависеть от решительности топ-менеджмента, который должен быть готов действовать и вносить необходимые коррективы в ответ на результаты проведенного исследования.
  - результаты проведенного исследования должны быть объективно интерпретированы — так компании должны быть оценены на основе единой базы сравнения; данные должны быть скорректированы в соответствии с различиями в данных финансовой отчетности, возникающих вследствие применения разных учетных политик компаний; внешних факторов, которые оказывают непосредственное влияние на сферы деятельности, которые подверглись анализу.
  - организация должны фокусироваться на исследовании тех бизнес-процессов, которые приносят экономические выгоды, имеют непосредственное влияние на уровень удовлетворенности клиента, а также значительно влияют на главные финансовые результаты организации.

### **1.1.2. Актуальность для риск-менеджмента.**

В целях оценки эффективности корпоративного риск менеджмента разработан целый ряд методик, позволяющих судить о добавленной стоимости, приносимой компании в результате осуществляемых мероприятий управления (Хилсон



Д. и Муррэй-Вебстер Р. Джаспал С. Басова А., Мичелский А, С.Сигал, Бадалова А.Г., Дамодаран А.), однако все предлагаемые методики опираются на используют уже существующие показатели эффективности деятельности компании в качестве меры оценки эффективности.

Однако риск менеджмент, в первую очередь является процессом, поэтому статичные методы оценки эффективности в мере применимы не в полной мере.

Бенчмаркинг, в свою очередь, позволяет использовать как раз динамические меры оценки, в полной мере применяемые к оценке процессов, результат которых не всегда становится очевидным.

Наибольшей проблемой в оценке риск менеджмента является предвзятость или ошибочность мнения [Talbot J., 2015], которая заключается в применении привычной и зачастую неверной трактовке одинаковым сигналам. Например, рост травматичности на предприятия не всегда можно решить при помощи внедрения новых элементов системы безопасности, иногда достаточно пересмотреть старую и уделить внимание более простым вещам.

*Проблема определения целевых ключевых показателей.* Показатели эффективности, основанные на анализе показателей отчетного периода могут свидетельствовать о том, что система сработала эффективно в прошлом. Гораздо лучше использовать те индикаторы, которые могут дать вам некоторую информацию о будущем с учетом сохранения темпов активности компании. Показатели, основанные на прогнозных значениях, таких как: уровень удовлетворенности клиентов, текучесть кадров, прогнозная прибыль по новым контрактам, количество заключенных контрактов, подверженность риску – способствуют сохранению уровня прибыли даже в том случае, если прогнозный год будет неприбыльный по основным видам деятельности.

### **1.1.3. Выбор KPI для осуществления бенчмаркинга**

Основным преимуществом системы, построенной на основе ключевых показателей, является его универсальность. Она направлена, и что бы повысить интерес персонала в деятельности компании. При разработке KPI учетом спе-

цифики организации. KPI можно применить как для оценки всей компании, так и ее отдельных подразделений и отдельных работников. Кроме того, более того, система позволяет сравнивать однородные KPI процессов, которые происходят в различных обстоятельствах. Это также дает возможность сравнить производительность нескольких бизнес-единиц за тот же период.

Цель KPI является достижение степени согласованности и стандартизации тех показателей, которые нельзя сравнивать (Шимко Д. и другие (2010)).

KPI в отношении управления рисками имеют ряд преимуществ, в том числе:

- KPI могут обеспечить раннее предупреждение о будущих убытках или другой проблеме;
- Они полезны в поддержке принятия управленческих решений и действий;
- Они могут быть протестированы и внутренне, и внешне.

Тем не менее, их использование связано с некоторыми трудностями: освоение KPI оказалось трудно на сегодняшний день, и компания должна соблюдать их, даже если в прошлом опыт не позволил этого делать. (Шимко Д. и другие (2010)).

Тем не менее, использование этих показателей представляется нам наиболее успешным решением для оценки эффективности. Для введения KPI в качестве меры эффективности необходимо ввести ряд предположений:

1. Каждый риск с момента его возникновения и время его реализации (в течение всего жизненного цикла) является одним бизнес-процессом
2. Значение KPI устанавливается на один рабочий цикл
3. показатель должен учитывать явные и неявные затраты.

Как показывает практика, существует более 100 наиболее распространенных ключевых показателей эффективности, которые применимы для использования на практике, но, как правило, аналитики рекомендуют использовать в регулярной работе не более 3-4 показателей (Minsky S., Мамедова Т., Mitselsky A), которые в модели оценки эффективности риск менеджмента станут инструментом мотивации менеджмента и помогут соответствовать наиболее современным стандартам риск менеджмента, достичь достижения постав-

ленных стратегических целей, а так же соответствовать принципам экономической эффективности (Клочков А. (2011)). Использование большего количества KPI снижает работоспособность самой системы оценивания и создает помехи для управления.

*Как связать риски, ключевые показатели эффективности и цели*

NB80 Benchmarking Handbook рекомендует следующий список мероприятий для организации бенчмаркинга управления риском:

- задать цели управления;
- разработать показатели, соответствующие целям управления;
- рассмотреть варианты повышения конкурентоспособности;
- рассмотреть варианты повышения качества продукции (работ, услуг);
- сравнить выбранные целевые показатели со стратегическими планами;
- выявить новые возможности для бизнеса.

Наиболее распространенными практиками являются:

- Снижение издержек
- Увеличение стоимости денег ( в главе 5 подробно дано объяснение, почему показатель distributive cash flow используется наиболее часто для оценки результативности риск-менеджмента)
  - Снижение волатильности результатов
  - Ограничение риска до максимально предельного в соответствии с риск аппетитом компании (ALARP)
- Анализ соответствия назначенных показателей внутренним и внешним требованиям

В ранее проведенных исследованиях нами было показана необходимость устанавливать ключевые показатели эффективности управления рисками в компании для каждого из уровней управления бизнесом (Макарова, 2015). Применительно к настоящему исследованию назначаются вспомогательные ключевые показатели эффективности, которые раскрывают причинно-следственную часть того или иного исхода событий между инициативами и производительностью.

Укрупненно, логика факторного анализа в данном случае, выглядит следующим образом<sup>1</sup>:

1. Организационные цели: Какие результаты мы хотим достичь?

2. Риск: Что может отрицательно или положительно повлиять на достижение этой цели?

3. Обработка риска: Что мы предлагаем сделать, чтобы справиться с этим риском?

4. Критические факторы успеха (CSF): Что должно произойти для обработки риска, чтобы быть успешным?

5. Основная область достижения результатов (KRA): Какие направления будут иметь наиболее значительное влияние на обработку риска, превращается в организационные результаты?

6. Ключевой показатель эффективности (KPI): Какие данные, статистические данные или показатели говорят нам, если мы достигаем или о том, чтобы достичь нашей цели?

Различные бизнес-единицы неизбежно будут иметь различные ключевые показатели эффективности, которые отражают их направленность. Тем не менее, ключевые показатели эффективности на всех уровнях должны поддерживать организационные ключевые показатели эффективности и цели уровней управления в целом (см. рис.1.1.).

---

<sup>1</sup> Пример:

- Corporate Objective #2: Maintain shareholder returns
- Risk: Failure to protect sales margins because of an increase in raw materials prices as a result of global financial markets adversely affecting currency exchange rates
- Treatment: Provide financial-analysis training to sales team regarding interpretation of the effect of currency fluctuations on cost of sales
- CSF #5: Gross sales margins sustained
- KRA #5: Profitability and margins
- KPI #2: New contracts maintain 25 percent or greater gross margin

Balanced Score Card Metric	Risk(s)	Treatments	Critical Success Factors	Key results area	Key performance Indicators	Organizational Objectives
Financial	Loss of sales margins due to increase in raw material prices as a result of global financial market adversary impacting the USDs	Implement currency hedges	Sales margin	Profitability	New contract maintain 25% or greater gross margin profit	Maintain or increase earnings per share
Customer	Loss of customers base of customers change to low quality production	Marketing campaign with highlights the benefits and qualities of our product	Quality of products	Product standards	Customers procurement standards include quality specifications Customer satisfaction surveys indicate increasing annual scores	Customers value our products above competitors' products
Internal	Time –lag between reporting costs and sales margin increases in cost sales	Financial reported system upgraded	Effective financial reporting process	Appropriate financial and ICT systems	Financial reports preparing to 99,99% accuracy with 3 days of end of month	Improve effectiveness or efficiency of internal system
Learning and growth	Excessive cost of training and recruitment due to high staff turnover	Financial sales of trading staff to help them to understand effect of currency fluctuation upon cost of sales Corporate recruitment strategy	A motivated and prepared workforce	Strong morale	Staff turnover. Annual employee satisfaction	Employer of choice

Рис. 1.2. Пример, демонстрирующий связь рисков, ключевые показатели эффективности и целей организации.

Рис. 1.2. демонстрирует ситуацию, когда второстепенные процессы оказывают большее влияние на ключевые показатели эффективности. Подобная ситуация тоже должна быть предусмотрена факторным анализом причинно-следственных связей.

#### **1.1.4. Критические факторы успеха как составная часть эффективной стратегии по управлению риском.**

CFS (Critical Success Factor) – критические факторы успеха априори рассматриваются неотрывно от KPI, так как по сути является некой характеристикой внутренней или внешней среды организации, которая имеет определяющее значение для достижения целей организации, в то время как KPI - исчисляемый показатель, используемый организацией для измерения своей эффективности с точки зрения выполнения CSF. На каждый CSF можно назначить один и более KPI.

В целом существует четыре основных критических факторов успеха: отрасль, стратегия, относящиеся к среде, временные, содержание которых меняется в зависимости от области применения самой теории CSF и KPI: на уровне бизнес стратегий или отдельных департаментов, секций или даже сотрудников.

Применительно к риск-менеджменту как правило выделяются пять основных критических факторов успеха:

- Корпоративное управление;
- Линейный менеджмент;
- Управление продуктами;
- Управление клиентами;
- Управление знаниями.

В связи с этим, современная теория изменила представление об управлении риском: если ранее риск менеджмент рассматривался как центр затрат, неизбежно сопровождающий любые процессы в компании, теперь трактуется как дополнительные возможности бизнеса, связанные с новыми менеджерскими механизмами.

Представленные критические факторы успеха определяют ряд ключевых показателей эффективности управления риском, так, например, *корпоративное управление* ответственно за определение риск аппетита и толерантности к риску, организационную структуру и корпоративные ценности. Внутренние процессы управления риском требуют независимости процесса принятия решений от процесса управления риском, тем самым определяются взаимоотношения между рисками и новыми возможностями бизнеса.

В связи с этим, ключевыми факторами успеха корпоративного управления будут:

1. Независимость процессов принятия риска и области контроля рисков;
2. Четкое определение толерантности риска высших директоров;
3. Регулярные внешние проверки процессов.

Роль высшего управления на этом этапе заключается в координации процессов таким образом, чтобы ограничить риски, устранить дублирующие процессы хеджирования, контроля и расходов, а так же создать чувствительную систему управления рисками для линейных менеджеров, ориентированных на реализацию целей компании.

Линейный менеджмент, в свою очередь, ответственен за следующие ключевые факторы успеха:

1. Предотвращение нарушений и защита;
2. Разработка политики и поддержка;
3. Партнерства.

Основная цель деятельности на данном уровне- урегулирование конфликтов между персоналом и высшим менеджментом, установка стимулов, постановка нефинансовых инструментов оценки риска.

Следующие два уровня менеджмента также имеют в основе своей работы сходные ключевые факторы успеха, специализирующиеся в своей области (технологические, партнерские).

Что касается менеджмента знаний, то ключевыми факторами успеха в данной области будут: постановка культуры управления риском, создание необходимой инфраструктуры для управления им, и полное взаимодействие участников процессов. На рис. 1.3.представлена типичная схема результативного взаимодействия на данном уровне.

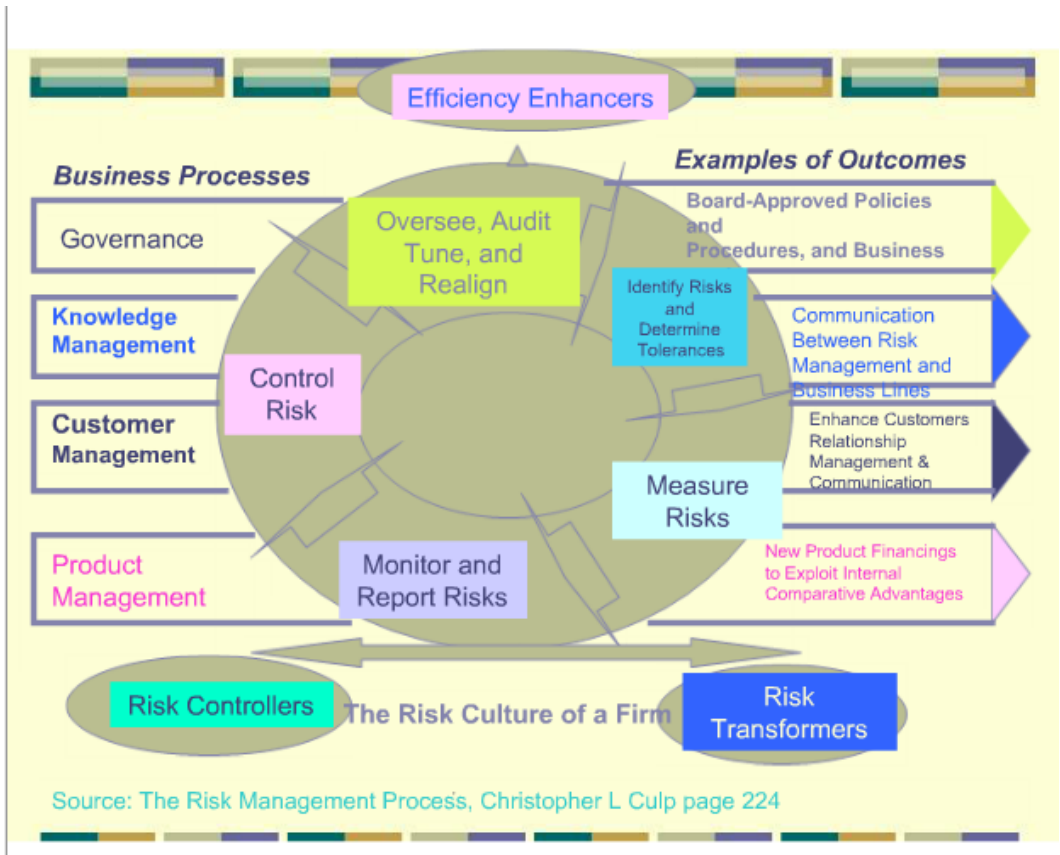


Рис. 1.3. Схема организации процесса риск-менеджмента

Таким образом, правильно выделенные факторы успеха, выраженные в конкретных ключевых показателях эффективности, становятся эффективным инструментом управления рисками.

## Глава 1.2. Бенчмаркинг как инструмент оценки эффективности (Макарова В.А.)

Волатильность доходов и стоимости бизнеса в целом ставит под сомнение эффективность текущих процессов управления рисками. Инвесторы, регуляторы, руководители и стейкхолдеры в целом заинтересованы в знаниях об положительных и отрицательных влияниях различных рисков на компанию. Внедрение любых мероприятий, ориентированных на управление рисками само по себе бесполезно без оценки



эффективности этого мероприятия по отношению к конкретной компании. Более того, и существующие стандарты по риск менеджменту настаивают на оценке эффективности осуществляемых мероприятий и совершенно не дают никаких рекомендаций о том, на основе каких показателей и как провести эту оценку.

Настоящая монография дает представление о ряде методов, примеры и руководящие принципы для разработки эффективных ключевых показателей эффективности и системы показателей для поддержки и оптимизации управления рисками. Она опирается на исследования в области эффективности риск-менеджмента ведущих ученых и практиков в создании эффективности управления рисками в целом ряде отраслей.

### **1.2.1. Теоретическая база проведения сравнительного анализа.**

Основоположником теории современного риск менеджмента в корпоративном управлении считается Sim Sigal (Corporate Value of Enterprise Risk Management: The Next Step in Business Management 1st Edition. Segal, Sim. 2011). В своих трудах он демонстрирует четкую зависимость эффективности корпоративного риск менеджмента и успешного корпоративного управления, выражающегося в приращении добавленной экономической стоимости компании при правильной интеграции процессов управления рисками.

Он выделяет, что риск менеджмент остается ключевым процессом при управлении предприятием и означает процесс выявления, измерения, управления и раскрытия рисков, ориентированное на увеличение стоимости для акционеров (SVA – shareholders value added).

При этом он настаивает на том, что успех риск менеджмента зависит от соблюдения следующих ключевых критериев:

1. В определении корпоративного риск менеджмента ключевым словом остается «enterprise» - предприятие, то есть самостоятельный, организационно-обособленный хозяйствующий субъект с правами юридического лица, который производит и сбывает товары, выполняет работы, оказывает услуги. Которое является в современных условиях предприятие является основным звеном рыночной экономики, поскольку

именно на этом уровне создаются нужные обществу товары, оказываются необходимые услуги. Зачастую это требование не соблюдается, или соблюдается не полностью: в общей системе нивелируются отдельные риски как незначительные, или не учитываются те стратегии, которые являются уникальными трейдинговыми стратегиями. Корпоративный риск менеджмент не должен исключать производственные и технические риски, спекулятивные риски и риски, не профильные для основного вида деятельности компании, из общей системы управления.

2. Система занимается управлением всех видов риска: финансовых, операционных и стратегических. Риски достаточно разнообразны по видам и характеру проявления, нельзя уделять внимание какому-то одному виду рисков. Более того, часто увлечение стратегическими, например, рисками, происходит в ущерб финансовым или операционным группам. Большинство ERM программ ориентировано на особое отношение с финансовыми рисками, однако спектр финансовых рисков достаточно низок( рыночные риска, кредитные и риск ликвидности). Гораздо больше и разнообразнее группы стратегических рисков. Но им гораздо сложнее дать количественную оценку, а увлеченность моделированием процессов зачастую не имеет должного результата.

3. Менеджмент уделяет особое внимание ключевым рискам, а не всем выявленным. Большинство программ по управлению рисками имеют перечень из сотни рисков, однако фактически компания подвержена не более 20-30 наиболее влиятельных рисков в данном релевантном периоде, которым и следует уделять внимание.

4. Интегрированная система управления означает изучение совокупного влияния нескольких рисков. Большинство программ игнорирует влияние внешних факторов и одновременное влияние сразу нескольких рисков из разных групп. Более того, как правило, является нормой одновременное отклонение двух и более рисков. А такой ход событий влечет мультипликацию негативных факторов. Помимо этого, повальное увле-

чение диверсификацией рисков не всегда сопровождается изучением компенсирующих рисков.

5. Риски оцениваются относительно риск-аппетита компании. В целом существуют две методики для измерения рисков: измерение через стандартные модели и сравнение уровня риска с риск-аппетитом компании. Большинство рекомендаций по риск-менеджменту не имеют базы для измерения риск-аппетита, и, как следствие, неспособны наладить основную работу по сравнению силы воздействия риска и риск-аппетита владельцев риска. Помимо этого, у большинства компаний не сохраняются хронологические данные об определении первоначального уровня риск-аппетита и о лимитах рисков в процессе работы. архивы данных ведутся только для регламентированных законом процессах. В результате большинство работ по управлению рисками ведутся локально на местах и являются либо недостаточными, либо чрезмерными в части затрат или избыточного страхования

6. Управление рисками включает в себя принятие решений по рискам, а не только мониторинг и отчетность: большинство программ советуют вычислить риски и сообщить о них руководству. Однако совсем нет никаких руководств о том, кто и в каком объеме должен присутствовать в обсуждении мер по смягчению рисков. Владельцы рисков на местах, как правило, больше осведомлены о возможностях компании по управлению, и директора – о приемлемости этих методов на уровне компании.

7. Управление рисками, ориентированное на создание дополнительного дохода: объединяет в себя смягчение рисков и возможности его использования в своих целях. Традиционный риск-менеджмент рассматривает любые риски как препятствие для развития бизнеса. Это неверная трактовка. При таком подходе считается, что любое новшество сопряжено с ростом риска, тем не менее, опыт работы с непрофильными активами во время экономического роста свидетельствует о том, что компании, открывая новые направления бизнеса во время подъема, более застрахованы от спадов во время экономического кризиса – именно наличие непрофильных активов позволяет им гораздо быстрее

смоделировать новую стратегию развития в условиях изменившейся конъюнктуры. В процессе ERM приветствуется изучение деятельности компании как в условиях снижения волатильности, так и в условиях ее роста. При этом, оба процесса способны создать дополнительные возможности для бизнеса. Привлечение сторонних лиц к обсуждению стратегических процессов управление рисками повышает устойчивость системы в результате повышения объективности принятия решений.

8. Раскрытие рисков заключается в предоставлении интегрированной информации по рискам. Недостаточное раскрытие информации и есть самый большой фактор риска. шаблоны по управлению рисками обычно очень вариативны, о чем свидетельствуют материалы претензий акционеров к менеджменту.

9. Влияние на стоимость - изучается влияние на стоимость компании и добавленную стоимость для акционеров. Часто упоминаемая «добавленная стоимость» может быть рассчитана большим количеством методом, которые достаточно серьезно отличаются результатами и факторами, включаемыми в расчет. Методика, основанная на бухгалтерских данных так же часто поддается искажениям (см. пп 2.4.). Бухгалтерский подход ограничивает возможности учета полной стоимости риска, и, соответственно, недостаточен для полноценного принятия решений. Наилучшим выходом является использование стоимостных методик, наиболее продвинутым в этом отношении является показатель текущей стоимости распределяемого денежного потока (present value of distributable cash flow, PV DCF) данный показатель в качестве меры стоимости появился не так давно, но зарекомендовал себя как наиболее приемлемый в отношении оценки эффективности риск менеджмента. По сути это форма свободного денежного потока, которая демонтирует эффективность менеджмента не только по отношению к владельцам, но и по отношению ко всем стейкхолдерам организации (см. главу 3).

10. Заинтересованность в целевой аудитории – стейкхолдерах, а не руководимое оценками рейтинговых агентств. Рейтинговые агентства используют только внешние оценки, в то время как бенчмаркинг позво-

ляет оценить и внутреннюю оценку. Внешний рейтинг ведет, как правило, к росту инвестиционной привлекательности, а не к росту стоимости компании. В то время как рост инвестиционной привлекательности не является прямым результатом ERM.

Ниже представлена таблица предварительного анализа системы риск менеджмента в компании, основанная на анализе наиболее распространенных ошибок, допускаемых при построении ERM (Таблица 1.1).

Таблица 1.1\*

Факторы, демонстрирующие качество системы управления рисками

Критерии	Как измерять
Степень оценки риска	Полнота идентификации риска или события
	Четкие критерии оценки риска и управления рисками, эффективность риск менеджмента, понятны сильные и слабые стороны систем и методов измерения
Степень интеграции управления рисками в бизнес-процессы	Процент целей бизнес-стратегии отображенных в стратегии управления рисками предприятия
	Как часто риск менеджмент участвует в формулировании стратегии бизнеса и выявлении деловых рисков.
Степень интеграции управления рисками в стратегическое управление	Процент драйверов стоимости бизнеса, учитывающих стоимость под риском по отношению ко всем драйверам стоимости, используемых компанией в управлении
	Качество системы управления рисками является одним из конкурентных преимуществ компании
Оперативность системы	Количество случаев пересмотра ревизионной комиссией стратегию управления рисками.
	Частота обсуждения стратегии управления рисками в заседаниях совета директоров
	Частота пересмотра риск аппетита советом директоров
	Количество случаев неудавшихся бизнес-стратегий

	из-за неправильного смягчение последствий рисков в сравнении с количеством случаев своевременного вмешательства риск-менеджеров в результате быстрой реализации
	Количество несвоевременных вмешательств по нивелированию рисков реализации бизнес-стратегии по отношению количества раз своевременное вмешательство риск-менеджеров в результате в быстрой реализации
Репутация и профессионализм	Количество негативных новостей в СМИ в связи с ненадлежащим управлением рисков по отношению к новостям и пресс-релизам о положительном опыте риск менеджменте.
	Профессиональный опыт риск-менеджеров
	Персональная ответственность за ключевые риски
Комплаенс	Использование стандартизированной системы управления рисками или системы собственной разработки
	Количество правовых проблем , связанных с неправильным и несвоевременным комплаенсом по с числом раз предотвращения юридических проблемы
	Оценка и мониторинг рисков независимы от управления рисками
Внедрены процедуры по соблюдению лимитов	Лимиты риска четко определены и задокументированы
	Количество случаев превышения фактическим уровнем риск организации риск аппетита организации по отношению к количеству случаев предотвращения превышения риск-аппетита.
	Объем финансовых потерь, понесенных из-за неэффективного управления рисками по отношению к объему предотвращенных финансовых потерь за счет эффективного управления рисками.
	Правила и процедуры регулируются в пользу эффективности управления рисками
управления в чрезвычайных ситуациях	Изменение в абсолютных значениях показателей: количества несчастных случаев, бракованной продукции
	Проводится ретроспективный анализ проблемных ситуаций
	Наличие системы раннего предупреждения

\* Таблица составлена автором по данным консалтинговых агентств, проведенных опросов. Пороговые значения выставлены эмпирическим путем по данным наблюдений за исследуемыми компаниями.

## 1.2.2. Типы риск-бенчмаркинга

В целом, существует пять основных видов процесса бенчмаркинга:

- внутренний бенчмаркинг;
- внешний конкурентный бенчмаркинг;
- внешний внутриотраслевой бенчмаркинг (сочетаемый);
- внешний межотраслевой бенчмаркинг;
- комбинированный межотраслевой и внешний бенчмаркинг.

В таблице 1.2 показаны сотрудничество партнеров по бенчмаркингу, применимость собранных данных и степень ускорения, которое получит организация, используя различные типы бенчмаркинга.

Таблица 1.2.

Сравнение различных типов бенчмаркинга.

Тип бенчмаркинга	Уровень сотрудничества	Значимость информации	Величина ускорения
Внутренний	Высокий	Высокая	Небольшая
Внешний конкурентный	Низкий	Высокая	Средняя
Внешний отраслевой	Средний	Средняя	Высокая
Внешний межотраслевой	Средний	Низкая	Высокая
Внутренний и внешний	Средний	Средняя	Очень высокая

Не существует «самого лучшего» типа бенчмаркинга. Каждый из различных типов (внутренний, внешний конкурентный, внешний отраслевой, внешний межотраслевой и комбинированный внешний и внутренний) имеет свои преимущества и недостатки, которые необходимо принимать во внимание.

**1. Внутренний бенчмаркинг.** Является отправным пунктом любого процесса бенчмаркинга и всегда рассматривается в первую очередь. Если организация только приступает к разработке своей программы бенчмаркинга, внутренний

бенчмаркинг является превосходным способом развить эту программу и научить персонал ею пользоваться. Этот подход очень эффективен в организациях, имеющих большое количество деловых подразделений и (или) работающих относительно автономно и занятых сходной деятельностью.

Внутренний бенчмаркинг заключается в том, чтобы **сначала осмотреться внутри организации** для выяснения, насколько сходна работа различных филиалов, и затем определить лучшие из наблюдаемых практик. Этот тип бенчмаркинга легче всего осуществить, поскольку в этом случае нет проблем безопасности или конфиденциальности. Почти во всех случаях внутренний бенчмаркинг должен быть **предпринят в первую очередь**, поскольку он стоит недорого и дает очень подробные данные. Более того, организация часто может пригласить на время опытный персонал из других организаций, который может помочь провести планирование на будущее.

**2. Внешний конкурентный бенчмаркинг (бенчмаркинг конкурентов).** Эффективен в отраслях промышленности с высоким уровнем конкуренции, в отраслях, где у конкурентов очень разные подход к менеджменту и история развития, а также в отраслях, широко использующих новые технологии и процессы. Методы инженерного анализа (*reverse engineering*) и закупок продукции конкурентов (*competitive shopping*), являющиеся частью этого типа бенчмаркинга, имеют большое значение для организаций, которые выпускают товары длительного пользования или текстильные изделия. Организации, использующие внешние конкурентные методы, должны быть опытны в бенчмаркинге.

**5. Комбинированный внешний и внутренний бенчмаркинг.** Наиболее распространенным подходом является комбинация внутреннего и внешнего (конкурентного, внутриотраслевого и (или) межотраслевого) бенчмаркинга. Именно эта комбинация обычно дает наилучшие результаты. В таблице 1.3 дается сравнение различных типов бенчмаркинга.



Таблица 1.3.

## Сравнение различных типов бенчмаркинга

Тип бенчмаркинга	Длительность цикла	Партнеры по бенчмаркингу	Результаты
Внутренний	3-4 месяца	Внутри организации	Значительные улучшения
Внешний конкурентный	6-12 месяцев	Нет	Лучше, чем у конкурентов
Внешний внутриотраслевой	10-14 месяцев	В отрасли	Творческий прорыв
Внешний межотраслевой	12-24 месяца	Все мировые отрасли	Лучший в своем классе

Тем не менее, **установление некоторых границ** для организаций, подлежащих бенчмаркингу, принесет значительные результаты при пониженных затратах. В число ограничений входят:

- *требования клиентов* — высокое качество и надежность или невысокое качество и однократное использование;
- *характеристики продукта* — размер, форма, вес и т. д.;
- *применение продукции* — широкие промышленные категории, а не конкретные продукты: производство бакалейных товаров, производство офисных продуктов, электронная промышленность, производство транспортных средств и т. д.

Упрощенно, *процесс бенчмаркинга* можно определить как совокупность следующих действий:

- решение о том, что должно быть подвергнуто бенчмаркингу;
- определение подразделений для сравнения;
- разработка показателей, позволяющих проводить сравнение;
- определение филиалов внутри организации и внешних организаций для проведения бенчмаркинга;
- сбор и анализ данных;
- определение расхождений между уровнем вашей подсистемы и уровнем лучших аналогичных подсистем;

- разработка планов действий, целей и процедур измерения (оценки);
- обновление процесса бенчмаркинга.

В отношении риск менеджмента целесообразно выделить два из представленных пяти видов: внутренний и внешний бенчмаркинг.

Внутренний бенчмаркинг – организационные контрольные точки в сравнении с показателями аналогичных бизнес процессов, дочерних компаний или соседних отделов.

Основными преимуществами внутреннего бенчмаркинга являются:

- Аналогичные операции сравнимы между собой;
- Легче собирать и обобщать данные;
- Эффективность выражается через общепринятые показатели управления;
- Способствует непрерывному совершенствованию

Из недостатков стоит отметить:

- невозможно сравнить показатели исследуемой компании с аналогичными компаниями;
- невозможно судить о качестве управления в целом, вполне допустимо что все сравниваемые организации выполняют что-то одинаково хорошо или плохо по вполне объективным причинам (нет нужного программного обеспечения, нет достаточно квалифицированных специалистов, др).

Внешний бенчмаркинг - организационные контрольные точки в сравнении с показателями аналогичных компаний.

Преимущества:

- дает возможности судить о качестве управления в целом;
- привлекает внимание со стороны менеджмента.

Недостатки:

- достаточно трудоемок к осуществлению (не вся информация доступна);
- не раскрывает внутренние данные, поэтому часто выбирается с целью пройти формальную оценку.

Специфическими для риск менеджмента являются следующие виды бенчмаркинга: ориентированный на деятельность и ориентированный на результат.

Первый вариант отличается легкостью внедрения и участия в рейтингах, но в целом не является инструментом

для мотивации и не демонстрирует реальные успехи. Вторым вариантом имеет много модификаций, которые зависят от выбранного показателя: данные открытых источников, рискованные программы, опросы.

Остановимся отдельно на каждом из них:

*Данные открытых источников:* показатели, получаемые из них, кроме доступности обладают целым рядом недостатков: не откорректированы по размеру и типу организации, не относятся к релевантным данным.

*Программы по управлению рисками:* метод анализа заключается в сопоставлении затрат на управление риском со стоимостью его воздействия. Дополняется метод анализом частот случаев возникновения риска. Из основных недостатков метода стоит выделить трудности в получении информации, так как подобная информация, как правило, не подлежит раскрытию. Помимо этого, часто результаты искажаются изменением рыночной конъюнктуры, наличием долгосрочных контрактов, нестандартной финансовой структурой организации. Несмотря на эти трудности, результат от данного метода является достаточно приемлемым: компании получают сравнительный анализ, основанный на вполне понятных финансовых показателях, дает информацию о контрольных показателях, дает информацию о результативности программ и о необходимости модернизировать деятельность.

*Претензионный анализ:* большое внимание уделяется анализу наличия претензий к организации различных служб и инстанций, является методом «синтаксического анализа» данных. В большой мере подвержен влиянию законодательных мер, из достоинств стоит отметить возможность спрогнозировать результат того или иного нарушения.

*Опросы:* из преимуществ – наиболее простой к выполнению. Из недостатков – расплывчатость и несравнимость данных, не детализированная информация.

## Раздел 2 . Бенчмаркинг в корпоративном риск-менеджменте

### Глава 2.1. Ключевые концепции современного ERM (Макарова В.А.)

#### 2.2.1. Сущность концепции ALARP

Ключевой концепцией в управлении рисками является принцип ALARP (снижать настолько, насколько это является целесообразным). По сути, этот принцип заключается в том, что риски должны быть снижены до такого уровня, при котором расходы на мероприятия по снижению риска уравновешивают пользу (рис.2.1.).



Рис. 2.1. Принцип управления риском

На практике соблюдать этот принцип намного труднее:

1. нужна база данных за период как минимум два года, предшествующих мероприятию по управлению рисками, которая и будет базой для проведения сравнительного анализа эффективности процессов управления риском.
2. большинство затрат, направленных на управление рисками, относится к неявным затратам. И исчислить экономическую эффективность процесса в таком случае можно с большой долей условности.
3. Не все мероприятия по управлению рисками дают положительный эффект сразу же после внедрения: некоторые процессы не окупаются в течение первых двух-трех лет,

что ставит под сомнение возможность незамедлительно отконтролировать целесообразность внедряемых мероприятий.

Определение области ALARP- отправная точка в построении любой системы показателей.

Основными вопросами при разработке такой системы, отвечающей требованиям бенчмаркинга рисков является:

*Область применения* - Какова сфера применения разрабатываемой системы показателей? Система может быть разработана для всей организации или для подразделения, все ли программы по управлению рисками учитываются или только часть из них.

*Показатели* – какие конкретно показатели нужно включать: основанные на ретроспективных или плановых данных, достаточно ли информации и какую еще информацию нужно собрать?

*Система измерений* – каким образом измеряется эффективность.

*Длительность* – какой период будет подвержен исследованию? Нужно ли использовать ретроспективные данные для проведения анализа?

*Производительность* – какие именно показатели производительности организации изучаются применительно к бенчмаркингу. Каким образом риск менеджмент повлиял на них?

*Качество* - Что будет служить сигналом того, что риск менеджмент выстроен качественно?

Следующим принципом, не менее важным в ERM является принцип AHARP (As High As Reasonably Practicable – завышать настолько, насколько это является целесообразным) относится к позитивным рискам, в отличие от принципа ALARP.

## Cost/Benefit of Mitigation

*AHLARP: 'As High/Low As Reasonably Practicable'. "The range between the RTP, ALARP and AHARP forms the boundary where the level of risk/resources/reward is optimal, and appropriate to the resources applied and to the accepted risk criteria."*



*AHLARP is based on the assumption that an initially small amount of resources, if applied well, will achieve significant immediate benefit, but that at some point, even an infinite amount of additional resources will provide minimal if any, additional benefit. ie. The point of 'diminishing returns'.*

*Risk Tipping Point (RTP): is based on the concept that success for most initiatives is initially unlikely (though not impossible) but that the input of sufficient resources will reach a point where the balance between negative risks and positive risks, will tip in favour of positive outcomes*

Рисунок 2.2.. AHLARP модель

Совокупное влияние двух концепций мы видим на рис. 2.2.. Точка RTP (risk tipping point) означает переломный момент в управлении риском, в которой положительный эффект от риска начинает перевешивать отрицательный эффект. Эта точка и означает экономическую эффективность процесса управления риском. Именно с этого момента нужно начинать осуществлять какие то затраты по управлению риском, если мы стремимся превратить корпоративный риск менеджмент в инструмент по созданию стоимости, а не в механизм покрытия убытков. Иными словами если риск отрицательный, то дальнейшее вливание средств в его управление не принесет пользы, если риск положительный, то экономическая эффективность риска будет предельно положительной до того момента, когда темп роста затрат на управление им не превысит темп роста самого риска.

Разница лишь в том, что при отрицательном риске невозможен хоть какой-либо положительный эффект в случае его реализации и при управлении такими рисками оптимальным решением при управлении им будет стратегия минимизации убытков, положительный риск – это непредусмотрен-

ные в текущей системе планирования компанией скрытые возможности, которые при возникновении соответствующей ситуации способны создать добавленную стоимость компании.

## 2.2.2. Стратегия управления риском с позиции концепции ALHARP

Стратегия управления риском при помощи модели ALHARP сводится к уменьшению влияния неопределенности в отношении того или иного события.

Рис.2.3.и 2.4. отчетливо демонстрирует как при помощи концепции ALHARP как направить влияние вероятных результатов того или иного события к позитивному исходу.

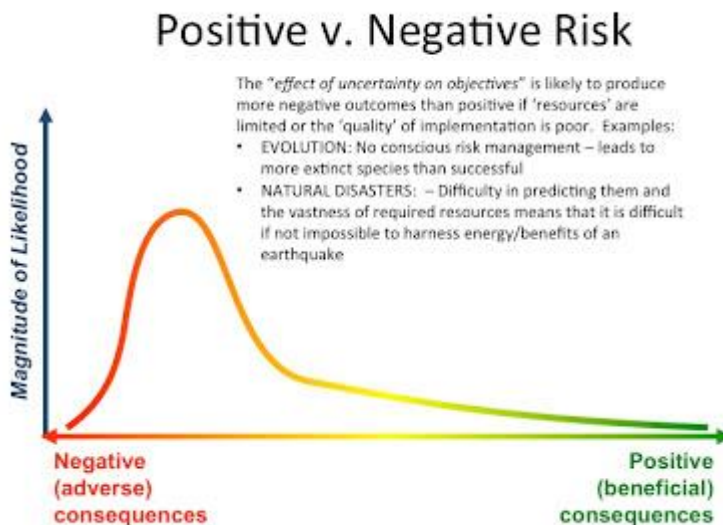


Рис. 2.3. Недостаточные ресурсы стимулируют рост вероятности негативных последствий

## Positive v. Negative Risk



Рис 2.4. Своевременное и достаточное применение ресурсов риск-менеджмента

Необходимо отметить, что размер затрат (инвестиций) в управление риском не определяется общей формулой экономической эффективности и в каждом конкретном случае нужно определять индивидуально, однако общий принцип управления рисками заключается в следующем: риски повышенной волатильности требуют большего вовлечения ресурсов, в то время как к простым типовым рискам применяются стандартные методы управления.

### 2.2.3. Роль внутреннего контроля при анализе ERM

Внутренний контроль и его организация являются неотъемлемым атрибутом системы ERM - практически все рекомендации в области риск-менеджмента не обходят вниманием организацию внутреннего контроля. На практике, компаниями, соблюдающими требования корпоративных стандартов ведения бизнеса наиболее распространена и рекомендована трехуровневая модель организации управления, в которой органично объединены и функции риск-



менеджмента и функции внутреннего контроля: 3LOD (3 level of defense)-model .

В данной модели риск менеджмент и комплаенс входят во вторую ступень защиты, реализуемой на фоне безупречно поставленного операционного менеджмента, в котором бизнес-подразделения отвечают за генерируемые в процессе их же деятельности риски, при этом, служба риск менеджмента обеспечивает подразделения необходимым инструментарием для управления принимаемыми рисками( структура лимитов, ключевые индикаторы риска, т.д. ).

Вторая линия – риск менеджмент и комплаенс, основной функцией которого является формирование необходимой методологической базы для первого уровня, а так же регламентация взаимодействия подразделений при реализации бизнес-процессов, формирование внутренних нормативных документов по управлению рисками. Третий уровень защиты представлен службой внутреннего и независимого внешнего аудита, основная функция которых выявлять нарушения в работе компании, а при объединении усилий с высшим звеном руководства – занимаются стратегическими решениями.

Третий уровень предоставляет степень защиты, недоступной на втором уровне за счет субъективности и независимости оценки в отношении целого спектра проблем, таких как: эффективность осуществляемых операций; защита активов; надежность и целостность процессов отчетности; соблюдение законов, правил, политики, процедур и контрактов; элементы управления рисками и системы внутреннего контроля; организационная и операционная структура компании.

Так как каждая организация уникальна и конкретные ситуации различаются, универсального способа скоординировать три линии обороны не существует. Поэтому она выступает как рекомендация к распределению конкретных обязанностей и координации функций управления рисками.

Таблица 2.1.  
Организационная модель «Three lines of defense»

Уровни управления	Какими отделами представлены	Функции
1	бизнес подразделения	формирование правильного понимания у бизнес подразделений всех рисков, присущих их непосредственной деятельности
2	интегрированная система активного риск-менеджмента.	формирование соответствующих инструментов по управлению рисками для первой линии защиты, а также внутренних нормативных документов по управлению рисками. Регламентация взаимодействия структурных подразделений при реализации различных бизнес-процессов
3	Внутренний аудит	Анализ исполнения структурными подразделениями своих обязанностей, выявление нарушений, зафиксированных в процессе деятельности

Основной целью при применении этой модели является необходимость избегать дублирования функции риск менеджмента и внутреннего контроля, а так же необходимость избегать конфликта интересов между менеджментом и стейкхолдерами. Анализ теории и практики организации интегрированных систем управления на корпоративном уровне позволил выделить следующие спорные моменты:

1. Внедрение полноценного внутреннего контроля и риск-менеджмента достаточно затратно. Об этом свидетельствует отчет *Kauffman-RAND Institute for Entrepreneurship Public Policy*, в котором представлены выводы о финансовых последствиях внедрения управлений по стандартам COSO и актов Сарбайнеса-Оксли для фирм крупного, среднего и малого бизнеса.

В то же время, экономическая эффективность затрат, относимых к риск-менеджменту и внутреннему контролю, до-

статочно низкая и не дает положительного результата в течение первых двух лет [30].

2. Потенциальные стейкхолдеры оценивают компанию по результатам, отраженным в финансовой отчетности компании [31], которая зачастую подлежит различным манипуляциям [32].

Мотивы, которыми могут руководствоваться представители компании, решившейся на искажение отчетности, могут быть разными. Среди основных причин, толкающих на применение нелегальных способов воздействия на финансовый результат, можно назвать:

– Желание повлиять на решения стейкхолдеров, например, может привести к завышению или занижению результатов прибыли, в зависимости от того, какие цели стоят перед компанией в данный конкретный момент.

– Конфликт между интересами стейкхолдеров и компании в целом. Акционеры, особенно миноритарные, чаще всего заинтересованы в получении максимально возможного размера дивидендов, в то время как компания стремится к конкурентному преимуществу, финансовой независимости, росту кредитоспособности и платежеспособности, увеличению доли рынка и т.д. Для достижения целей компании необходимо реинвестирование прибыли, что может вызвать недовольство акционеров, поэтому руководство компании может занижить финансовые результаты, скрывая часть прибыли в резервах и других статьях отчетности.

– Стремление «приукрасить» финансовые результаты для привлечения инвесторов, например, накануне дополнительной эмиссии акций или в преддверии крупного проекта, требующего инвестиций.

– Попытка занижить прибыль для уменьшения налоговых выплат (стремление представить минимально возможное значение финансового результата во имя снижения налогового бремени) [Черкасова, Е.В; Истомин, В.С.].

– Получение государственных субсидий (занижение финансового результата с целью обосновать потребность в получении государственной поддержки или предоставление недостоверных данных о целевом использовании средств, предоставленных в рамках программ финансовой поддержки).

- Выполнение требований контрактных обязательств, например, условий кредитных договоров, где часто прописан минимальный размер активов компании [Вахрушина, М.А. 2014].
- Желание выставить компанию в наиболее выгодном свете в преддверии сделок слияния и поглощения (может объяснить как завышение, так и занижение тех или иных показателей).
- Обоснование стоимости предоставляемых услуг / предлагаемых товаров компаниями-монополистами. В условиях монополии высокие показатели прибыли однозначно свидетельствуют о том, что компания получает сверхприбыль, что не может не вызвать интереса антимонопольной службы. Во избежание привлечения интереса государства и общественных организаций компания может стремиться искусственно занижать прибыль [Бычкова, С.М; Итыгилова, Е.Ю. 2010] .
- Стремление менеджеров получить планируемое вознаграждение, которое часто базируется именно на достижении компанией определённых показателей и т.д.

Вне зависимости от мотивов, обуславливающих такие действия, искажение отчетности является недопустимым, поскольку чтение финансовой отчетности, расчёт экономических показателей на её основе, оценка результатов деятельности компании, а также построение прогнозов на будущее теряет смысл, если данные, представленные в отчетности, не соответствуют реальности.

## **Глава 2.2. Риски использования оригинальной финансовой отчетности (Макарова В.А.)**

### **2.2.1. Проблема манипуляции данными**

Современная тенденция «дробления» компании на департаменты привела к тому, что высшему менеджменту организации приходится оценивать эффективность каждого из подразделений по отдельности. Это, в свою очередь, привело к тому, что уровень нагрузки на топ-менеджеров значительно возрос. Также возник вопрос о том, как объективно оценивать эффективность каждого из

подразделений. Проблема заключается в том, что применение единой системы оценки эффективности для подразделений, занятых различными процессами, по меньшей мере, непродуктивно. В соответствии с возникшими проблемами ученые экономисты предложили менеджерам-практикам использовать следующие индикаторы, как инструменты оценки эффективности того или иного подразделения: ROI, RI, EVA, NPV, стандартные показатели эффективности, EBITDA.

Очень важно различать и грамотно применять индикаторы, отражающие результативность деятельности подразделения, в абсолютном и относительном выражениях.

Профессионалы в сфере финансов более склонны доверять показателям эффективности деятельности организации, которые имеют абсолютное выражение.

Относительные показатели эффективности деятельности более подвержены манипуляции со стороны заинтересованных лиц. Причина кроется в том, что относительные показатели стоят последними в цепочке обработки данных.

*Цепочка данных выглядит следующим образом:*

Данные первичной управленческой отчетности →  
Формы управленческой отчетности → Финансовая отчетность  
→ Относительные показатели

Абсолютные показатели деятельности организации находятся на одну ступень выше чем, относительные показатели. Соответственно степень их достоверности выше в силу того, что для получения относительных показателей требуется произвести дополнительный расчет в ходе которого эксперт может использовать дополнительные приемы «сглаживания» информации.

Однако и абсолютные показатели также подвержены манипулированию. Единственным выходом стало использование обеих систем оценки эффективности бизнес-единицы — как относительных, так и абсолютных.

На сегодняшний день на территории Российской Федерации существует два официально принятых стандарта ведения финансовой отчетности: РСБУ (российские стандарты бухгалтерского учета) и МСФО (международные стандарты финансовой отчетности). Данные стандарты значительно отличаются друг от друга, даже несмотря на то, что стандарты

РСБУ постепенно корректируются с целью сближения с принятыми во всем мире нормами МСФО.

Одним из ключевых отличий является то, что если составление отчетности по российским стандартам изначально преследовало преимущественно фискальные цели, а соответственно было ориентировано, в первую очередь, на удовлетворение интересов проверяющих органов, то отчетность по международным стандартам ориентирована преимущественно на потенциальных инвесторов и акционеров (существующих инвесторов). Такое различие в целевой аудитории отчетности обуславливает разницу в строгости предъявляемых к составлению документов требований. В частности, при составлении финансовой отчетности по РСБУ бухгалтер руководствуется четкими и однозначными правилами, регламентирующими каждое его действие, в то время как при составлении отчетности по МСФО существует такое понятие, как «профессиональное суждение» бухгалтера, на основании которого производятся многие действия при составлении отчетов. Наличие возможности по своему усмотрению признавать или не признавать определенные доходы и затраты, создавать или не создавать резервы, учитывать или не учитывать как «несущественные» определенные статьи закладывает потенциальные риски. Поскольку, как уже отмечалось, основными пользователями отчетности, составленной по МСФО, являются инвесторы, компания, представляющая свою финансовую отчетность, может быть заинтересована в том, чтобы произвести на них определенное впечатление для достижения своих целей. В таком случае наличие некой «свободы действий» при подготовке отчетных документов по стандартам МСФО даёт компании потенциальную возможность для совершения мошеннических действий. В случае с ведением отчетности по нормам РСБУ все действия ответственного лица, по идее, предопределены и зафиксированы стандартами. Однако это не означает, что в такой ситуации нет места искажениям. Манипулирование учетными показателями и искажение результатов деятельности компании представляется серьезной проблемой и в данном случае.

Существует ещё одна существенная причина расхождений между данными МСФО и РСБУ. Одной из основных проблем является тот факт, что не все существующие в российской действительности явления можно отразить в соответствии с требованиями РСБУ, в то время как нормы МСФО

оказываются более соотносимыми с реальностью. Речь идёт, в первую очередь, о таком явлении как инфляция. Если согласно стандартам МСФО необходимо постоянно переоценивать капитал для поддержания его покупательной способности (в случае с гиперинфляцией это становится особенно актуально), то аналогичное требование в нормах РСБУ не прописано. Это означает, что расходы компании признаются в заниженном значении, а прибыль, напротив, завышается. Более того, всё имущество компании также представляется в недооценённом виде. Такое искажение информации приводит к потере информативности и значимости предоставленных данных, делает финансовую отчётность бессмысленной.

Среди других значимых различий подходов РСБУ и МСФО нужно отметить приоритет экономического содержания над юридической формой, который в отчётности МСФО соблюдается неукоснительно, а в случае с РСБУ только декларируется.

Наибольшее различие в итоговых цифрах получается чаще всего за счёт того, что в ходе подготовки отчётности по МСФО в обязательном порядке учитывается временная стоимость денег, что означает, что для оценки стоимости применяется инструмент дисконтирования. Это важно, так как основными адресатами данной информации являются существующие и потенциальные инвесторы, как уже упоминалось ранее, а значит, искажение реальной стоимости денег недопустимо. В стандарте РСБУ дисконтирование используется крайне ограниченно, только в отношении долговых ценных бумаг и займов, предоставленных организацией.

Выделяют ещё целый список расхождений между требованиями двух стандартов, каждый из которых в той или иной степени влияет на итоговые значения, полученные в отчётности. Именно поэтому данные финансовых отчётов, составленных по требованиям данных стандартов на основе результатов деятельности одной и той же компании, всегда будут значительно различаться. Это может привести, например, к тому, что компания, прибыльная по результатам российского учёта, оказывается убыточной по международным стандартам.

## 2.2.2. Виды и способы влияния на финансовый результат компании

Любое, даже незначительное, отступление от правил и норм ведения бухгалтерского учёта может в перспективе привести к значительным искажениям финансовой отчётности. Такое отступление может быть вызвано разными обстоятельствами, например, некомпетентностью ответственного лица, несовершенством используемой для учёта системы, игнорированием принципов и правил ведения учёта и так далее. Все возможные причины и обстоятельства можно условно разделить на две группы: ошибки (обстоятельства, приводящие к неумышленным искажениям) и мошенничество (преднамеренные искажения с целью извлечения неких выгод). [Сардарова, Б.М.2009]

Можно выделить два основных способа неправомерного влияния на результаты деятельности компании, находящие отражение в финансовых документах. Во-первых, искажение первичных данных (например, подделка первичной бухгалтерской документации, изменение настроек используемых информационных бухгалтерских систем, отражение в бухгалтерском учёте несуществующих операций или наоборот отсутствие информации об реализованных операциях). Во-вторых, манипуляции с итоговыми показателями финансовой отчётности, которые в свою очередь подразделяются на фальсификацию (значительное искажение информации) и «вуалирование» (незначительное искажение, например, перегруппировка данных). При этом нужно понимать, что искажение первичных данных автоматически приводит к некорректному подсчёту и отражению итоговых показателей отчётности. Кроме того, очевидно, что манипуляции с итоговыми показателями, особенно в лёгких формах, когда речь идёт о «вуалировании» данных отчётности – значительно более простой способ воздействия на финансовые документы, в то время как любые ухищрения, связанные с изменением первичных данных, предполагают более серьёзные виды мошенничества, требуют большей подготовки и вовлечения большего количества лиц; однако и выявить их намного сложнее.

Искажение отчётности также часто производится в момент трансформации данных из структуры РСБУ в МСФО.



Как известно, по требованиям российского законодательства, ряд компаний обязаны предоставлять отчётность в формате МСФО (к ним относятся общественно значимые компании и организации, чьи ценные бумаги допущены к обращению на торгах фондовых бирж). При этом компания может либо вести свой учёт параллельно в двух стандартах, что предполагает, по сути, наличие на предприятии двух абсолютно не связанных между собой бухгалтерий, либо производить трансформацию данных отчётности, полученной по стандартам российского бухгалтерского учёта, в отчётность, подготовленную согласно требованиям МСФО. Для этого существуют определённые методики, предполагающие анализ данных РСБУ, перегруппировку данных, использование определённых коэффициентов для расчёта, учёт ряда корректировок, выполнение реверсивных проводок и т.д. Выполнение всех этих процедур может быть использовано как благоприятный момент для совершения манипуляций, особенно учитывая, что данные, подготовленные по требованиям МСФО, не будут использованы в фискальных целях, значит, не будут так тщательно проверяться.

### **2.2.3. Понятие правомерного и неправомерного влияния на результаты деятельности компании**

Составление финансовой отчетности предполагает известную гибкость, заложенную самими стандартами (например, компания сама вправе определять способ начисления амортизации, хотя очевидно, что выбор того или иного способа начисления приведёт к получению различных результатов). Соответственно, в той или иной степени любая компания оказывает влияние на то, каким образом будут представлены результаты её деятельности. Однако это не означает, безусловно, что каждая компания занимается искажением результатов финансовой отчетности. Говорить о манипулировании данными и махинациях с финансовой отчетностью можно тогда, когда профессиональные суждения при составлении отчетности и классификации операций компании используются для искажения данных, а направлено такое воздействие на информацию на то, чтобы ввести в заблуждение заинтересованных лиц (контрагентов). [Никулин, Е.Д; Зинченко, А.А. 2015]

## 2.2.4. Показатели, наиболее часто поддающиеся манипулированию

**ROI (ROCE) – коэффициент отдачи на вложенный капитал**

$$\text{ROI} = \frac{\text{Доход от инвестиций} - \text{Стоимость инвестиций}}{\text{Стоимость инвестиций}} * 100\%$$

Стоимость инвестиций

Коэффициент отдачи на капитал показывает в процентном выражении какой доход был получен на вложенный капитал. Этот индикатор популярен по причине его простоты в использовании, нефинансовые менеджеры могут его понять без необходимости дополнительного обучения. Также этот коэффициент служит связующим звеном между балансом и отчетом о прибылях и убытках, что обеспечивает необходимую глубину анализа.

Основные преимущества показателя:

показатель является относительной мерой измерения эффективности — это позволяет сравнивать подразделения, которые существенно отличаются друг от друга

индикатор измеряется в процентах, что отражает преемственность и последовательность в анализе. Это обеспечивает необходимую базу для сравнения эффективности поведения подразделения

ROI по-прежнему самый распространенный показатель, которым пользуются большинство менеджеров организаций

Основные недостатки показателя

- элементы расчета показателя и методы управления им могут привести к неправильным решениям со стороны менеджмента. Так, данный индикатор будет низок, если компания будет принимать крупные инвестиционные проекты, которые в свою очередь значительно снизят показатель. Это может привести к тому, что ответственный менеджер будет склонен использовать финансовый лизинг как возможный вариант сохранения показателя на нужном уровне. Однако эта мера, в долгосрочной перспективе, вероятно,

скажется негативно на финансовых результатах компании.

- также ответственный менеджер может быть заинтересован в продаже активов подразделения, что, в свою очередь, повысит ROI
- этот показатель демотивирует менеджмент принимать инвестиционные решения, что может привести к значительным проблемам в обозримом будущем

### **RI (Residual Income) — показатель остаточной прибыли**

$RI = \text{Profit} - (\text{Invested capital} * \text{Imputed interest rate})$

Imputed interest rate = the firm's required rate of return

Показатель остаточной прибыли в отличие от коэффициента отдачи на вложенный капитал является абсолютным показателем, а не коэффициентом. Этот показатель отражает величину оставшейся прибыли у инвестиционного центра за вычетом ставки доходности, требуемой собственниками организации. Различные инвестиционные центры одной компании могут иметь разные сопутствующие риски, что будет автоматически отражено в соответствующих вмененных процентных ставках

Данный показатель более предпочтителен, чем ROI так как:

- показатель остаточной прибыли будет расти, если департамент взял на себя прибыльные инвестиционные проекты
- этот метод более близок к главной цели организации — увеличения благосостояния ее акционеров
- RI более применим в процессе принятия управленческих решений

Недостатки подхода выглядят следующим образом:

- калькулирование прибыли департамента за отчетный период несет в себе массу корректировок, которые могут в той или иной мере повлиять на достоверность полученных данных
- денежное выражение величины

активов должны постоянно контролироваться для того, чтобы показатель представлял адекватную картину

- показатель остаточной прибыли не должен использоваться для сравнения компаний с разным объемом деловой активности — показатель имеет денежное выражение, что автоматически создает предвзятое расположение в сторону большой компании

Показатели ROI и RI служат взаимодополняющими инструментами оценки эффективности работы подразделений компании. Они не должны использоваться изолированно друг от друга, так как это приведет к предвзятости и узости проводимого анализа.

### **EVA (Economic value added) – Добавленная экономическая стоимость**

EVA — это оценка величины превышения или недостатка прибыли от минимальной ставки доходности, на которую собственники и кредиторы могли бы рассчитывать, если бы они вложили свои средства в другие проекты со схожим уровнем риска

$$EVA = NOPAT - WACC * \text{book value of capital employed}$$

NOPAT – net operating profit after tax

Экономическая Добавленная Стоимость является мерой экономической прибыли. Она определяется как разница между чистой операционной прибылью после налогов и альтернативной стоимости инвестированного капитала. Альтернативная стоимость капитала определяется средневзвешенной стоимостью капитала (заемных средств и акционерного капитала (WACC)) и суммой инвестированного капитала.

Показатель EVA лежит в основе идеи о том, что стратегия компании должна измеряться на основании принципов добавлении ценности для ее акционеров, нежели чем фокусироваться на таких целях как рост выручки или доли на рынке.

Показатель EVA отражает насколько менеджмент приносит или отнимает ценность компании за конкретный промежуток времени.

Преимущества подхода:

показатель отражает результаты деятельности компании в денежном выражении, а не в качестве

коэффициента

EVA устанавливает связь между балансом и отчетом о прибылях и убытках

EVA учитывает стоимость капитала при оценке того добавляет ли компания ценность для своих акционеров

Этим показателем намного сложнее манипулировать чем другими данными бухгалтерской отчетности

Недостатки подхода:

калькуляция показателя может быть очень сложной, количество корректировок может достигать 160 штук

так как показатель имеет абсолютное выражение, он будет показывать лучшие значения для крупных департаментов

входящие данные для EVA носят исторический характер, что может поставить вопрос о своевременности представленных результатов

### **NPV (чистая приведенная стоимость)**

Показатель основывается на формуле дисконтирования денежных потоков.

$$PV = FV * 1/(1+r)^n$$

FV – будущее значение денежного потока

r – ставка дисконтирования

n – количество лет

PV - приведенная сумма денежных потоков к сегодняшнему дню

Показатель чистой приведенной стоимости — это сумма дисконтированных денежных потоков от проекта, приведенных к сегодняшнему дню. Этот показатель являет собой разницу между всеми входящими денежными потоками от проекта и всеми исходящими денежными потоками. Ключевой отличительной чертой данного показателя является то, что он, в отличие от всех остальных показателей эффективности, целиком и полностью фокусируется на денежных потоках. Данная особенность выступила основным фактором широкого распространения данного подхода в оценке эффективности инвестиционных проектов.

Этот метод имеет еще одно преимущество — у NPV есть критерий, который позволяет принимать то или иное решение.

Критерий принятия решения

Если инвестиционный проект имеет положительную чистую приведенную стоимость, тогда проект должен быть принят и инвестор может спокойно вкладывать свои средства в проект. Если NPV проекта отрицательная, то проект не принимается.

Это основное правило принятия инвестиционного решения в контексте данного инструмента оценки привлекательности инвестиционных проектов. Однако необходимо отметить, что это правило дает только фундаментальные основы для оценки проектов. Каждый инвестиционный проект будет иметь свои уникальные черты и характеристики. Так если инвестиционный проект принесет инвестору 100,000 рублей на вложенный капитал в размере 10 миллионов рублей (ставка доходности =  $100,000/10,000,000 = 1\%$ ), то инвестор вряд ли будет заинтересован в проекте с такой низкой ставкой доходности.

Критерии эффективности инвестиционных проектов могут быть поставлены инвесторами.

Некоторые инвестиционные проекты могут быть приняты даже если они не обеспечивают положительное NPV. Так государственные многие государственные проекты принимаются вне зависимости от финансовой эффективности. Инвестиционные проекты могут иметь много дополнительных характеристик, которые перевешивают финансовую неэффективность инвестированного капитала.

Однако, большинство людей работают в частном секторе, что означает неприемлемость принятия инвестиционных проектов с отрицательным NPV.

Преимущества подхода:

Проект с положительным NPV увеличивает благосостояние компании, а, следовательно, и максимизирует благосостояние ее акционеров.

NPV учитывает стоимость денег во времени, а следовательно и стоимость капитала компании при принятии инвестиционных решений.

Ставка дисконтирования может быть изменена для того, чтобы учесть в расчете другой уровень риска конкретного инвестиционного проекта. Это позволяет компании или подразделению быть более гибкими в принятии инвестиционных решений и оценке рисков конкретных проектов.

NPV учитывает в своем расчете весь инвестиционный

проект от его начала и до конца. Этим NPV отличается от другого метода оценки инвестиций — срока окупаемости.

NPV лучше чем метод IRR (внутренней нормы доходности), так как не испытывает проблем с множественными ставками доходности

NPV превосходит стандартную бухгалтерскую норму прибыли, так как он фокусируется на денежных потоках, а не на бухгалтерских показателях.

(ARR = Средний доход от проекта/ Инвестируемый капитал)

NPV может быть совместно использовано с техниками математического анализа чувствительности ключевых показателей доходности проекта к рискам изменения этих показателей.

NPV также может быть использован в определении политики замены основных производственных фондов путем расчета временного периода когда положительные денежные потоки от использования данных активов превышают отрицательные денежные потоки. Когда положительные денежные потоки приблизятся к значению отрицательных, то актив следует заменить.

Недостатки подхода:

Подход подразумевает, что компании преследуют цель максимизации благосостояния ее акционеров.

Определение подходящей ставки дисконтирования может быть сложным и трудоемким процессом. Субъективность также присутствует.

Подход основывается на теории эффективности финансовых рынков. Модель CAPM определяет стоимость собственного капитала компании —  $k_e$ . Если  $k_e$  — рассчитано неправильно, значит и WACC не верен, а следовательно, и ставка дисконтирования будет неверна.

Подход сложно объяснить сотрудникам, не специализирующимся на финансовом менеджменте

NPV не отражает скорость возврата вложенного капитала

Техника NPV рассчитывает прогнозные значения денежных потоков. Может получиться, что расчет будет неверен. Реальность может быть совершенно иной. Ни один прогноз на 100% не совпадет с действительностью.

NPV подразумевает, что денежные потоки возникают либо в начале, либо в конце года. Если же денежные потоки

будут возникать в разные временные периоды, то данная техника оценки инвестиционных проектов становится сложным и трудоемким процессом.

### ***Стандартные показатели эффективности***

#### ***- Коэффициент ликвидности***

Коэффициент ликвидности — это отношение оборотного капитала к краткосрочным обязательствам.

Коэффициент ликвидности =  $\frac{\text{Оборотный капитал}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$

Этот показатель измеряет среднее количество раз, когда дебиторская задолженность собирается кредитором за определенный период. Чем меньше времени уходит на сбор дебиторской задолженности, тем лучше. Это означает то, что компания хорошо инкассирует денежные средства, что свидетельствует о хорошо налаженной системе поддержки рабочего капитала фирмы.

#### ***- Коэффициент срочной ликвидности***

Коэффициент срочной ликвидности - коэффициент быстроты покрытия ликвидными активами

К срочной ликвидности =  $\frac{\text{Текущие активы} - \text{МПЗ}}{\text{Краткосрочные обязательства}}$

Данный коэффициент показывает способность компании или подразделения оплачивать свои краткосрочные обязательства. Этот коэффициент более строго оценивает платежеспособность анализируемого подразделения или фирмы.

#### ***- Коэффициент оборачиваемости МПЗ***

Коэффициент оборачиваемости МПЗ =  $\frac{\text{МПЗ}}{\text{Себестоимость}}$  \* 365

Этот коэффициент отражает среднее продолжительность времени, в течение которого материально производственные запасы находятся на складе организации. Этот показатель также показывает количество дней, в течение которых бизнес может продолжать функционировать,



используя существующий уровень материально-производственных запасов. Основной целью компаний в контексте данного коэффициента — это показать эффективность используемых МПЗ, путем обеспечения высокой оборачиваемости запасов, а следовательно и снижения количества дней, в течение которых МПЗ находятся на складе.

Очень важно понимать, что экстремальные значения этого показателя не свидетельствуют о том, что уровень деловой активности компании находится на приемлемом уровне. Компания должна быть способна сбалансировать затраты на хранения запасов с затратами на их покупку. Затратами на покупку является закупочная цена запасов. Затратами на хранение МПЗ выступают: складские затраты, налоги (НДС), страхование, обесценение, амортизация.

- *Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности*

$$\text{Коэффициент} = \frac{\text{Дебиторская задолженность}}{\text{Выручка}} * 365$$

Этот показатель измеряет количество дней, требующихся для того, чтобы компания смогла инкассировать свою дебиторскую задолженность. Чем больше дней требуется для инкассации, тем хуже для компании. Чем быстрее организация получает денежные средства, тем лучше ее платежеспособность. Данный показатель используется совместно с коэффициентом оборачиваемости кредиторской задолженности для оценки изменения в платежеспособности организации.

- *Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности*

$$\text{Коэффициент} = \frac{\text{Кредиторская задолженность}}{\text{Себестоимость}} * 365$$

Коэффициент измеряет среднее количество дней, необходимых для того, чтобы компания расплатилась по своим обязательствам.

Эта метрика оценивает платежеспособность компании. Чаще всего этот показатель используется совместно с коэффициентом оборачиваемости дебиторской

задолженности. Сравнение этой пары показателей дает более объективную оценку платежеспособности организации, нежели чем изолированный исторический анализ показателя.

Если коэффициент слишком мал, то организация слишком быстро рассчитывается со своими кредиторами, что свидетельствует о плохо налаженной системе управления денежными потоками. Если коэффициент слишком большой, то есть компании требуется все больше дней для того, чтобы погасить свои обязательства, то это свидетельствует о том, что у компании растут проблемы с платежеспособностью.

### *EBITDA (Earnings Before Interest Tax and Depreciation)*

Прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации.

Основным преимуществом данного показателя является относительная простота его расчета. Любой пользователь финансовой отчетности может самостоятельно рассчитать данный показатель. Именно из-за простоты в расчете и использовании данный индикатор стал так популярен. Более того он является хорошим приближением к значению денежных потоков компании или подразделения.

Данный показатель широко распространен среди инвесторов. Однако широта его использования не освободила данный показатель от критики. Основным недостатком этой метрики выступает то, что она является опасной в силу того, что ее часто путают с показателем денежного потока. EBITDA и денежный поток это не одно и то же.

EBITDA рассчитывается путем добавления к чистой прибыли амортизации, налоговых платежей, процентных платежей. Основной целью данного показателя выступает оценка доходности компании от операционной деятельности до вычета не операционных расходов. Также этот показатель используется при оценке эффективности дивизионных менеджеров. Важно отметить, что эта метрика должна оценивать эффективность подразделений, которые не имеют полномочия на принятие финансовых и инвестиционных решений. Это объясняется тем, что EBITDA не учитывает затраты на процентные платежи и амортизационные отчисления. Таким образом, этот показатель следует использовать при оценке эффективности центров прибыли и центров доходов. Этот показатель не может оценивать эффективность центров затрат, так как они не генерируют доходов. Также, как уже было сказано выше, этот показатель

не применим для анализа инвестиционных центров, так как они имеют право на инвестиционные и финансовые решения.

Показатель EBITDA фокусирует свое внимание на эффективности операций компании или подразделения, которые приносят основные экономические выгоды в компанию. Фундаментальная база показателя весьма велика, так как именно основной вид деятельности компании генерирует положительные денежные потоки. Не операционные затраты, то есть те затраты, которые не связаны с основным видом деятельности игнорируются, что логично. Это позволяет оценить эффективность компании или подразделения более объективно.

Методы манипуляции данного показателя

Так как EBITDA не учитывает такие весомые показатели как процентные платежи, налоговые платежи, амортизация, то даже убыточная компания может выглядеть весьма привлекательной в контексте данной метрики.

Данный показатель весьма чувствителен к манипуляциям и легко поддается корректировкам. Грамотное применение бухгалтерских концепций позволяет увеличивать полученную прибыль - например, отнесением доходов будущих периодов на данный отчетный период. Занижение величины амортизационных отчислений путем использования неверной ставки амортизации. Занижение налоговых платежей возможно при использовании методик трансфертного ценообразования, а также увеличения НДС к возмещению вследствие отнесения на текущий период затрат, которые относятся к следующему отчетному периоду.

### **Нефинансовые показатели**

Проблемы финансовых индикаторов оценки эффективности работы компании или подразделения.

Финансовые результаты могут легко поддаться манипуляции из-за использования различных бухгалтерских концепций.

Финансовые индикаторы не способны предсказывать будущее. Они полностью фокусируются на событиях, которые произошли в прошлом.

Финансовые результаты не отражают текущих изменений в бизнес-среде, в которой вынуждена функционировать организация. Последствием такого

отставания в коммуникации данных выражается в неверных инвестиционных решениях инвесторов.

Следствием использования финансовых метрик в оценке эффективности подразделений компании выступает шорт-термизм дивизионных менеджеров.

Применение финансовых индикаторов для сравнения эффективности отделов внутри одной компании приводит к конфликтам внутри организации, снижению корпоративной морали, ослабления внутренних контрольных систем.

Финансовые индикаторы больше анализируют то, что происходит внутри организации, в то время как большое количество событий, влияющих на экономическую успешность организации, находится за пределами компании.

### **2.2.5. Мотивы искажения финансовой отчетности**

Мотивы, которыми могут руководствоваться представители компании, решившейся на искажение отчетности, могут быть разными. Среди основных причин, толкающих на применение нелегальных способов воздействия на финансовый результат, можно назвать:

- Желание повлиять на решения стейкхолдеров, например, может привести к завышению или занижению результатов прибыли, в зависимости от того, какие цели стоят перед компанией в данный конкретный момент.
- Конфликт между интересами стейкхолдеров и компании в целом. Акционеры, особенно миноритарные, чаще всего заинтересованы в получении максимально возможного размера дивидендов, в то время как компания стремится к конкурентному преимуществу, финансовой независимости, росту кредитоспособности и платежеспособности, увеличению доли рынка и т.д. Для достижения целей компании необходимо реинвестирование прибыли, что может вызвать недовольство акционеров, поэтому руководство компании может занижить финансовые результаты, скрывая часть прибыли в резервах и других статьях отчетности.

- Стремление «приукрасить» финансовые результаты для привлечения инвесторов, например, накануне дополнительной эмиссии акций или в преддверии крупного проекта, требующего инвестиций.
- Попытка занижить прибыль для уменьшения налоговых выплат (стремление представить минимально возможное значение финансового результата во имя снижения налогового бремени). [Тодоров, 2014]
- Получение государственных субсидий (занижение финансового результата с целью обосновать потребность в получении государственной поддержки или предоставление недостоверных данных о целевом использовании средств, предоставленных в рамках программ финансовой поддержки).
- Выполнение требований контрактных обязательств, например, условий кредитных договоров, где часто прописан минимальный размер активов компании. [Вахрушина, 2013]
- Желание выставить компанию в наиболее выгодном свете в преддверии сделок слияния и поглощения (может объяснить как завышение, так и занижение тех или иных показателей).
- Обоснование стоимости предоставляемых услуг / предлагаемых товаров компаниями-монополистами. В условиях монополии высокие показатели прибыли однозначно свидетельствуют о том, что компания получает сверхприбыль, что не может не вызвать интереса антимонопольной службы. Во избежание привлечения интереса государства и общественных организаций компания может стремиться искусственно занижать прибыль. [Бычкова, Итыгилова, 2010]
- Стремление менеджеров получить планируемое вознаграждение, которое часто базируется именно на достижении компанией определённых показателей и т.д.

Вне зависимости от мотивов, обуславливающих такие действия, искажение отчетности является недопустимым. Поскольку чтение финансовой отчетности, расчёт экономиче-

ских показателей на её основе, оценка результатов деятельности компании, а также построение прогнозов на будущее теряет смысл, если данные, представленные в отчетности, не соответствуют реальности.

## 2.2.6. Методы выявления искажений в финансовой отчетности

### Стандартные методы

Безусловно, наиболее действенным способом выявления и предотвращения финансовых махинаций является построение эффективной системы внутреннего контроля на предприятии. При наличии доступа к внутренней финансовой и нефинансовой информации идентифицировать любые нарушения проще. Значительно более сложной данная задача представляется для внешнего контроля, который в большинстве случаев должен опираться исключительно на финансовую информацию, в частности, только на данные финансовой отчетности и пояснения к ней.

В такой ситуации заинтересованному лицу необходимо проводить тщательный анализ и использовать специальные инструменты для выявления искажений и возможных махинаций, присутствующих в документах. Обычно проводится аналитика данных одним или несколькими из трёх возможных способов:

- Вертикальный анализ – позволяет проследить изменение удельного веса каждой отдельной статьи отчетности и увидеть структурные изменения в балансе или отчёте.
- Горизонтальный анализ – анализ тенденций, позволяет проследить динамику изменения каждой отдельной статьи отчетности по сравнению с данными предшествующих периодов.
- Финансовый анализ показателей и коэффициентов – позволяет получить данные, которые можно сравнить с нормативами и увидеть отклонения от нормальных показателей. [Бычкова, Итыгилова, 2009]

На практике, к сожалению, применение привычных аналитических процедур не всегда позволяет выявить искажения, присутствующие в отчетности. Поэтому помимо стан-

дартных методов анализа можно использовать дополнительные способы выявления фактов манипулирования данными. [Амзельт, 2013]

## Метод Бениша

Одним из эффективных и активно используемых при анализе отчётностей методов, например в ходе аудиторских проверок, является метод, разработанный Д. Бенишем (Daniel Messod Beneish). В опубликованной в 1999 году статье «Определение манипуляций с прибылью («The Detection of Earnings Manipulation») Бениш представил результаты проведённых им эмпирических исследований. Он проанализировал 74 компании, фальсифицировавших свою финансовую отчётность, и сравнил полученные данные с анализом 2332 компаний, представлявших нормальную отчётность. Полученные данные позволили ему сделать вывод, что существует ряд сигналов, свидетельствующих о возможном наличии манипуляций в отчётности, а именно: нехарактерный рост дебиторской задолженности, резкое падение валовой прибыли, снижение качества активов (под качеством активов Бениш подразумевает отношение внеоборотных активов за исключением основных средств к общему значению активов), рост продаж и начислений. [Beneish, 1999] Наиболее важным результатом работы учёного стала разработка метода, позволяющего на основе данных финансовой отчётности при использовании ряда математических формул получать сводный индекс M-score. Значение данного индекса, по данным исследования Бениша, превышает значение -2,22 у тех компаний, которые фальсифицируют свою финансовую отчётность. Значение индекса -3,09 свидетельствует об отсутствии вмешательства в данные отчётности, результат M-score -1,42 говорит о вероятном применении тех или иных способов искажения данных. [Амзельт, 2013]

Наличие одного индекса для того, чтобы сделать вывод о наличии или отсутствии искажений в отчётности, бесспорно, очень удобно. Однако нужно понимать, что метод Бениша имеет ряд ограничений:

- Во-первых, анализироваться могут исключительно компании, акции которых котируются на фондовых биржах, для небольших частных предприятий данный способ анализа неприменим.
- Во-вторых, метод Бениша позволяет выявить только те манипуляции с данными, которые направлены на завышение итогового значения прибыли, в случае, если компания стремится снизить результаты своей деятельности, метод не даст надёжных результатов.
- Ну и наконец, полученные результаты не могут быть расценены как однозначное и неоспоримое свидетельство наличия финансовых махинаций в изучаемых данных, значение индекса может лишь указать на высокую или низкую вероятность наличия искажений в отчётности. [Beneish, 1999]

### **Закон Бенфорда.**

Среди экономических методов и моделей выявления искажений в финансовой отчётности особняком стоит чисто математический метод, который активно используется в качестве дополнения во время проверки данных на отсутствие злонамеренных манипуляций. Данный метод базируется на законе, открытом американским физиком Фрэнком Бенфордом (Frank Albert Benford) ещё в 1938 году. Закон Бенфорда описывает вероятность появления определённой первой значащей цифры в распределениях величин, взятых из реальной жизни. Несмотря на то, что, на первый взгляд, кажется, что все цифры должны встречаться с одинаковой вероятностью в случайно взятом массиве данных, в реальности цифра «1» будет встречаться значительно чаще, чем цифра «9». Так, согласно данному закону, в любом случайном массиве данных первая цифра любого числа с вероятностью 30,1% будет «1». [Кuvaкина Л.В., Долгополова А.Ф. 2013] Полное распределение по закону Бенфорда представлено в таблице 2.2:



Таблица 2.2

## Распределение вероятности по закону Бенфорда

Цифра	Вероятность
1	30,10
2	17,61
3	12,49
4	9,69
5	7,92
6	6,69
7	5,80
8	5,12
9	4,58

*Источник: Закон Бенфорда [Кувакина Л.В., Долгополова А.Ф. 2013]*

Применяемо к экономике, закон Бенфорда гласит, что в искусственно созданном массиве данных распределение значений будет отличаться от естественного. То есть, если с данными, представленными в отчётности, были проведены любые действия, приведшие к их намеренному искажению, анализ по закону Бенфорда покажет отклонения от стандартных значений.

Помимо анализа финансовых документов с целью выявления подлога данный инструмент активно используется для выявления фактов фальсификации результатов выборов. Из основных ограничений закона необходимо выделить следующие:

- закон невозможно использовать для анализа одно- или двузначных величин;
- закон не действует для распределений с заданными минимальными или максимальными значениями;
- объём анализируемых данных должен быть достаточен для применения статистических методов.

Разумеется, закон Бенфорда также не даёт 100% гарантии наличия в анализируемых данных искажений. Он лишь свидетельствует о высокой вероятности наличия таких искажений и привлекает внимание к необходимости более тщательного и детального анализа информации.

Рассмотренные дополнительные методы анализа финансовой отчётности с целью выявления в ней искажений: метод Бениша и закон Бенфорда, - давно и активно используются в практике европейских стран и США. В России же, к сожалению, данные способы пока не получили своего признания и используются ограниченно. Вместе с тем их эффективность неоспорима и популярность постепенно растёт.

### **Раздел 3. Методы определения контрольных точек для оценки эффективности корпоративного риск-менеджмента**

#### **Глава 3.1. Ключевые показатели эффективности при оценке эффективности всей системы корпоративного риск менеджмента (Макарова В.А.)**

В силу того, что большинство финансовых показателей не является достаточным инструментом для оценки эффективности деятельности менеджмента, организации поняли необходимость использования других показателей, способных всесторонне оценить успешность деятельности структурной единицы компании. Такими показателями выступили нефинансовые показатели эффективности работы компании или подразделения.

Нефинансовые показатели

При построении системы нефинансовых показателей каждая организация должна определить ключевые операции, которые генерируют денежные потоки (CSFs – critical success factors) для организации. На основе выявленных операций, компания строит ключевые индикаторы эффективности (KPIs – key performance indicators).

Нефинансовые показатели эффективности работы компании или подразделения имеют множество сфер применения. Среди основных сфер можно выделить следующие:

- Конкурентоспособность
- Эффективность
- Качество
- Качество работы
- Удовлетворенность клиентов

Для оценки конкурентоспособности компании можно использовать следующие нефинансовые показатели:

- анализ доли рынка компании по сравнению с конкурентами

- анализ величины продаж в разрезе конкретного продукта или услуги

- конверсия — количество запросов на услуги переведенных в фактические договора

  - продажи на 100 существующих контрагентов

- Нефинансовые показатели оценки эффективности компании

- скорость производственного процесса (чем быстрее производственный процесс, тем меньше издержек несет компания)

- способность изменить производственный распорядок в ответ на изменившиеся потребности рынка

  - количество брака в производственном процессе

  - количество часов, потраченных специалистом, на оказание конкретной услуги для клиента

- Нефинансовые показатели оценки качества продуктов или услуг компании

- фактические данные по браку по сравнению с плановыми

  - измерение количества брака готовой продукции

  - объем загрузки отдела качества

- Нефинансовые показатели оценки качества работы в компании или департаменте

  - Коэффициент текучести персонала

  - Уровень морали персонала

- Количество сертифицированных сотрудников по сравнению с неквалифицированными работниками

  - Количество опозданий на работу

- Нефинансовые показатели удовлетворенности клиентов

  - количество жалоб

  - количество возвратов проданной продукции

  - количество клиентов посещающих офис

  - количество визитов менеджеров организации к клиентам компании

Группировка нефинансовых показателей по 5 вышеприведенным сферам условна.

Так организация, которая хочет оценить эффективность своего отдела закупок может реализовать следующие нефинансовые индикаторы:

оборачиваемость запасов

процент запросов на доставку запасов, доставленных вовремя

количество бракованных изделий в одной партии

### *Преимущества нефинансовых показателей*

Информация для нефинансовых показателей является доступной и легко поддается обработке и анализу

Калькуляция нефинансовых показателей не требует высокого профессионализма от исполнителей расчетов

Специалисты, не имеющие финансового образования, могут понять эти индикаторы

Нефинансовые показатели позволяют компании более эффективно функционировать в конкурентной борьбе, так как организация более осведомлена о своих сильных и слабых сторонах.

Нефинансовые индикаторы элиминируют негативное шорт-термистское <sup>2</sup>воздействие финансовых показателей и

---

<sup>2</sup> Основной проблемой больших организаций выступает ориентация менеджеров на краткосрочные цели развития фирмы. При этом они наносят вред долгосрочным целям компании. Менеджеры отдельных подразделений хотят улучшить результативность технических отделов, в которых они работают, даже если это приведет к ухудшению финансового положения компании в целом. От этой проблемы страдают все компании, где ведущие позиции занимают наемные работники. Только собственники компании будут поддерживать развитие компании со взглядом на долгосрочную перспективу. Именно поэтому когда в компании работают наследники собственников, вероятность шорт-термизма стремится к нулю. Причинами снижения риска ориентации на краткосрочный результат выступают лояльность и желания развивать семейный бизнес.

Недостатки шорт-термизма:

- излишняя рискованность проводимых операций
- увеличение стоимости капитала компании как следствие обременения дополнительными долговыми обязательствами, принятыми на реализацию инициатив менеджера, ориентирующего на сиюминутный результат
- игнорирование инвестиционных проектов, которые обеспечивают положительный NPV и хорошую доходность в долгосрочной перспективе

Шорт-термизм имеет куда более широкое влияние, чем может показаться на первый взгляд. Влияние этого эффекта выходит за рамки компании. Оно распространяется на весь рынок. Проводником, обеспечивающим негативное влияние на уровень деловой активности, выступают кредитные институты, которые принимают решения о предоставлении капитала участникам рынка. На рынке кредитования самым главным фактором успешности ведения бизнеса является доверие участников друг другу. Как только уровень доверия начинает падать, деловая активность замедляется в силу недоступно-

---

сти кредитных ресурсов для развития бизнеса. Большое количество случаев, связанных с шорт-термизмом подрывает уровень доверия со стороны поставщиков капитала. Более того, сами компании уже не так смело строят планы на будущее — инвестиционные проекты принимаются после длительных переговоров и согласований. Проекты на научно-исследовательские разработки страдают от этого больше всего.

Типичные стратегии менеджеров, ориентирующихся на краткосрочные цели:

- Снижение объемов фондирования научно-исследовательских разработок. Сэкономленные средства могут быть направлены на увеличение суммы выплачиваемых дивидендов или временного увеличения нераспределенной прибыли организации.
- Манипулирование данными бухгалтерской отчетности с целью признания будущих доходов в текущем отчетном периоде, а также для отсрочки признания расходов. Эта техника увеличит значение прибыли за счет снижения показателя будущего периода.
- Продажа прибыльных бизнес-единиц, тем самым реализуя потенциальные будущие прибыли бизнес-единицы в виде сиюминутного притока денежных средств.
- Привлечение дополнительного долгового финансирования для краткосрочного улучшения ликвидности организации
- Формализация политики краткосрочного финансового планирования, что обеспечивает снижение уровня сопротивления со стороны персонала
- Снижение величины резервов на будущие операционные риски или непредвиденные обстоятельства
- Обратный выкуп акций. Эта мера позволяет увеличить цену акций компании в краткосрочной перспективе. Обратной стороной выступает истощение капитала компании, который мог бы быть использован на более нужные цели

Последствия шорт-термизма:

- уничтожение долгосрочной ценности
- снижение эффективности рынка
- снижение доходов на вложенный капитал
- ведет к увеличению регулятивных мер со стороны государства и общественности

Проблема шорт-термизма лежит не только в действиях менеджеров внутри организации, но и в поведении акционеров, инвесторов, инвестиционных консультантов и прочих участников экономической деятельности.

Для того чтобы решить эту проблему специалисты из разных областей знания предлагают следующие способы:

Компании должны перестать публиковать промежуточные данные финансовой отчетности. Это изменения касается компаний, чьи акции торгуются на фондовых биржах. Публикация ежеквартальных данных о деятельности компании не несет в себе фундаментальность, которая бы могла отразить стратегические изменения в развитии компании. Большинство бизнесов являются сезонными и квартальные данные не отражают ключевых драйверов поведения компании. Сопутствующей миссией выступает приучение инвесторов не обращать внимание на квартальные данные финансовой отчетности. В первую очередь это касается данных по выручке, операционной прибыли и чистой прибыли.

Компании, которые находятся под пристальным вниманием общественности и бизнес-сообщества вынуждены публиковать квартальные данные. В таком случае они должны публиковать информацию в таком виде, который бы отражал последовательность, преемственность; давал подробное описание и объяснение данных в поясни-

направляют ответственных менеджеров на достижение долгосрочных целей (улучшить качество предоставляемых услуг сразу не получится — сначала нужно найти подходящий персонал, обучить персонал, следить за работой персонала и последовательно улучшать уровень предоставляемого сервиса)

### *Недостатки нефинансовых показателей*

Не смотря на все преимущества нефинансовых показателей, финансовый аспект игнорировать нельзя

Большое количество нефинансовых показателей может привести к перегрузке в предоставляемых показателях эффективности деятельности организации или ее подразделения, что способно привести к замедлению принятия управленческих решений и усложнению процесса принятия таких решений.

Такие показатели могут сфокусировать менеджеров организации на тех сегментах деятельности, которые находятся непосредственно под их контролем, тем самым игнорируя цели компании в целом.

---

тельной записке. Уровень раскрытия информации должен быть на высоком уровне, чтобы обеспечить наиболее объективную картину финансового состояния организации. Данные должны отражать динамику развития компании в долгосрочной перспективе, тем самым информируя заинтересованных лиц о своей долгосрочной цели и месте компании на пути ее достижения.

Профессионалы, занятые на финансовых рынках, должны поддерживать переход от краткосрочных метрик к долгосрочным показателям поведения компании:

- Выстроить систему мотивации топ-менеджмента в соответствии с долгосрочными целями компании и долгосрочными интересами акционеров. Компенсационные пакеты должны быть структурированы таким образом, чтобы обеспечить заинтересованность менеджмента в увеличении стоимости компании, и увеличении благосостоянии акционеров в долгосрочной перспективе.
- Увеличить степень раскрытия информации о компенсационных пакетах для топ-менеджмента
- Продвигать идею построения долгосрочных схем инвестирования для институциональных инвесторов
- Поощрять компании предоставлять более детализированные и содержательные отчеты о стратегии компаний, их долгосрочном пути развития.
- Поощрять использование более понятного языка для пользователя публикуемой информации

Поощрять институциональных инвесторов публиковать отчеты о долгосрочных инвестиционных планах для их бенефициаров

Проводить обучение персонала компаний и инвесторов на предмет шорт-термизма и последствий от данных мероприятий

В итоге для того, чтобы построить систему оценки эффективности компании или ее подразделений, необходимо использовать как финансовые, так и нефинансовые показатели. Очень важно определить ключевые операции, которые приносят основной доход компании. На основе этих операций организация может выстроить взвешенную систему оценки их эффективности. Используемых показателей не должно быть много, иначе менеджмент, ответственный за ключевые операции будет демотивирован, будет тратить больше времени на то, чтобы обеспечить выполнимость этих показателей, а не на увеличение доходов организации.

При постановке целей для менеджеров организации необходимо руководствоваться следующими принципами:

Цели должны быть точными и понятными для менеджеров.

Цели должны быть измеряемыми — менеджер должен знать точное числовое значение установленной цели. Если такая информация не будет ему предоставлена, то выполнение поставленной цели будет стоять под вопросом.

Цели должны быть реалистичными. Важно отметить, что если поставить слишком легкую цель, то соответствующий отдел не будет мотивирован работать усерднее, это приведет к ухудшению дисциплины в отделе и ухудшению уровня сервиса. Также нельзя ставить завышенные цели. Если цели недостижимы, то это приведет к ухудшению корпоративной морали и не улучшит результативность подразделения.

Цели должны быть определены по времени. Если руководство организации ставит цель, то оно должно четко определить к какому моменту во времени они ожидают выполнение поставленных задач.

Цель должна относиться к делу. Если поставленные цели не состыкуются с основными бизнес-процессами компании или подразделения, они не будут выполняться. Такая проблема может возникнуть, если организация неправильно определила ключевые процессы, на основе которых строятся KPIs.

Авторы рекомендуют использовать не более 3-4 показателей (Minsky S., Мамедова Т., Mitselsky A), которые в модели оценки эффективности риск менеджмента станут инструментом мотивации менеджмента и помогут соответствовать наиболее современным стандартам риск менеджмента,

достичь достижения поставленных стратегических целей а так же соответствовать принципам экономической эффективности (Клочков А. (2011)).

Анализ литературы по стратегическому управлению рисками выявлено, что наиболее распространенными КРІ в оценке эффективности являются следующие: табл 3.1..

Таким образом, объединив рекомендации практиков в области корпоративного управления, риск менеджмента и внутреннего контроля, с рекомендация из области стратегического управления бизнесов, а так же накопившийся опыт в области управления риском, авторами представляется следующая организационная модель в области риск менеджмента (табл. 3.2.), позволяющая обеспечить эффективную взаимосвязь всех уровней управления и контроля.



Таблица 3.1.

## KPI в оценке эффективности риск менеджмента

KPI					
Предложено CIA		Предложено Minsky S.		Предложено Mamedova T.	
<i>Название</i>	<i>Описание</i>	<i>Название</i>	<i>Описание</i>	<i>Название</i>	<i>Описание</i>
Соблюдение сроков отчетности и полноты описания рисков	Позволяет оценить начальную информацию о профиле риска компании, когда это необходимо	Количество выявленных системных рисков	Выявление восходящих и нисходящих зависимостей в рамках всей организации, например, когда одна сфера вызывает снижение эффективности в другой	показатель достоверности информации о рисках	Демонстрирует насколько точно, объективно, ясно и в полной мере оценены риски возникновения события.
Наличие планов по смягчению последствий для каждого выявленного риска	Позволяет оценить своевременность разработки новых планов	Процент производственных участков участвующих в оценке риска	Чем больше владельцев процессов, участвующих в оценке риска, тем более точным будет собранная информация	Оценка рентабельности компании	Разница между текущей доходностью и ожидаемой
Количество реализованных не выявленных рисков	Мера полноты идентификации рисков и соответствующего анализа	Процент проработанных ключевых рисков	оценка рисков должна осуществляться на основе стандартизованных критериев. В результате будет получен общий уровень толерантности, а те риски, которые выходят за его пределы необходимо нивелировать. Такой подход способствует определению приоритетности ресурсов по отношению к рискам, которые нуждаются в более серьезном покрытии по сравнению с теми, которые не имеют большое влияние на орга-	Доля расходов на управление рисками в целом в отношении к общему чистому денежному потоку	Чистая приведенная стоимость управления рисками. принимается в положительном значении за заранее определенный период времени

			низацию. Анализ разрывов с уровнем толерантности способствует выявлению новых рисков и свидетельствует о том, что некоторые из видов деятельности по смягчению последствий больше не являются достаточными.		
		Процент отслеживаемых ключевых рисков	<p><input type="checkbox"/> Большинство организаций не имеют представления о том, с какими рисками связаны ежедневные бизнес мероприятия. Если состав риска или деятельности меняется, то организации не имеют возможности узнать, как, и если эти изменения будут влиять на их показатели. Оценка риска в увязке с деятельностью необходимо контролировать деятельность. Регулярные оценки риска позволяют организациям обнаруживать повышенные уровни угроз и выявлять новые, прежде чем они начнут действовать.</p>	Сравнение возможных потерь в связи с расходами на управление рисками	Затраты на внедрение и реализацию стратегий управления рисками, не должны превышать диапазон возможных потерь

Таблица 3.2.

## Модель интеграции риск-менеджмента, внутреннего контроля и корпоративного управления

Организационная модель ERM		Соотнесение с соответствующим уровнем 3LOD	Кто проверяет	Что проверяет	Как оценить
Уровни руководства рисками	Функции				
Совет директоров (в т.ч. CRO)	<p>Определение и разработка стратегии по управлению рисками на всем предприятии.</p> <p>Определение и закрепление уровня допустимого риска для предприятия.</p> <p>Контроль всех показателей деятельности организации.</p> <p>Проведение мотивационно-объяснительных работ с сотрудниками по управлению рисками.</p>	Нет	Независимый аудит	<p>Политику управления рисками, вовлеченность в ERM всех уровней, полноту и достоверность отчетности</p>	<p>Экономическая эффективность системы корпоративного риск менеджмента <i>при условии</i> отсутствия фактов искажения отчетности, проверяемой по <i>M-score Бениша</i></p>
Комитет по рискам	<p>Идентификация и мониторинг за рисками и угрозами.</p> <p>Определение и разработка исполнительной стратегии по управлению рисками.</p> <p>Контроль и прогнозирование стоимости организации.</p>	Служба риск менеджмента, служба комплаенса	Операционный менеджмент. Независимый аудит, CRO	<p>Доступность, приемлемость полнота методов, Стратегический характер методов</p>	<p>Соотношение добавленной стоимости для акционеров фактической к ожидаемой</p>
Отделы риск-менеджмента	Непосредственный менеджмент рисков на базе	Операционные менеджеры,	Служба риск менеджмента,	Приемлемость механизмов управле-	Соотношение экономической добавлен-

	<p>имеющихся указаний. Классификация, учёт и анализ рисков. Контроль и прогнозирование экономической добавленной стоимости.</p>		<p>внутренний аудит, служба комплаенса</p>	<p>ния, полноту рискового профиля, комплексность карт риска, соответствие нормам и регуляторам</p>	<p>ной стоимости фактической к ожидаемой</p>
<p>Риск-менеджеры</p>	<p>Слежение за уровнем конкретных рисков. Контроль и прогнозирование величины рентабельности собственного капитала.</p>	<p>Операционные менеджеры,</p>	<p>CRO</p>	<p>Доступность и достаточность принимаемых мер, экономическую целесообразность управления</p>	<p>Соотношение рентабельности собственного капитала фактической и ожидаемой</p>

Отправной точкой при оценке эффекта от внедрения внутрикорпоративных систем риск менеджмента становится показатель *M-score Бениша*, так как необходимо исключить вероятность фальсификации отчетности. Любые манипуляции искажают реальное положение дел и напрямую влияют на расчет любых стоимостных и финансовых показателей.

В рамках настоящего исследования будет использована семифакторная модель *M-score Бениша* как наиболее полная. Данная методология достаточно широко используется в западной практике, но в российских условиях пока не получила должного распространения.

В качестве показателя, характеризующего экономическую эффективность систем корпоративного риск менеджмента будет использовано отношение результата от мероприятия по ERM к затратам. Так как последнее слово в отношении принимаемых решений о применении новых методов риск менеджмента остается за советом директоров, то применение экономической оценки на данном этапе является достаточным условием выполнения заложенных в уровень управления функций.

Для оценки эффективности действий комитета по риск менеджмента, одной из функций которого является контроль и прогнозирование стоимости компаний целесообразно использовать показатель *SVA (shareholder value added – добавленная стоимость для акционеров)*, так как этот показатель наиболее распространен в западной практике как метод позволяющий «привязать» вознаграждение менеджера к конкретным достигнутым результатам за счет реализации выбранных им направлений развития компании. И позволяет ответить на следующие вопросы:

1.Какие из подразделений вносят наибольший вклад в создание *SVA*?

2.Какие подразделения имеют ограниченную способность к созданию *SVA*? И, следовательно, откуда можно изъять ресурсы?

3.Какое сочетание стратегий принесет наибольший доход?

4. В каком объеме рационально использовать внутреннее финансирование для реализации выбранной стратегии?

Показатель экономической добавленной стоимости (EVA), используемый в качестве меры оценки эффективности деятельности отделов управления рисками. Подразделение по управлению рисками и соответствием, независимо от вида рисков, ориентированы на создание добавленной стоимости за счет внутреннего потенциала процессов. Являясь мерой «избыточной» стоимости, создаваемой инвестициями в риск-менеджмент, и выступая показателем качества принимаемых управленческих решений, EVA становится базой для системы премирования менеджмента.

В результате формируется риск-ориентированная модель управления, в которой риск подвергается обработке на каждом из уровней защиты (Таблица 3.3.). Представленная модель управления полностью отвечает требованиям, предъявляемым к современной ERM, и, в первую очередь, таким как:

Таблица 3.3

Методика расчета целевых показателей модели

Показатель	Метод расчета	Пороговые значения	Ограничения
М-score Бениша	$M\text{-score} = -4,48 + DSRI \times 0,920 + GMI \times 0,528 + AQI \times 0,404 + SGI \times 0,892 + DEPI \times 0,115 - SGAI \times 0,172 + TATA \times 4,679 - LVGI \times 0,327.$	$M\text{-Score} = -2,22$ значение выше порогового свидетельствуют об искажениях в финансовой отчетности	Метод разработан для американских публичных компаний
$E_{rm}$	$E_{rm} = R_{rm} / C_{rm},$ Где $E_{rm}$ – экономическая эффективность риск менеджмента, $C_{rm}$ – расходы, связанный с внедрением или мо-	$\Delta \Delta E_{rm} < 0,95$ – неудовлетворительный риск менеджмент $0,95 < \Delta \Delta E_{rm} < 1,05$ - дей-	Расчет необходимо осуществлять по показателю «органического

	дернизацией риск менеджмента, $R_{rm}$ – прирост выручки после мероприятий	ствия, направленные на совершенствования риск менеджмента не оказали ни положительного, ни отрицательного результата $\Delta\Delta Erm > 1,05$ - эффективность повысилась	роста выручки»
$\Delta\Delta SVA$	$\Delta\Delta SVA = \frac{SVS_n}{SVA_{тр}} -$ Где $\Delta\Delta SVA$ - относительное отклонение фактической стоимости компании от плановой или плановой под риском, $SVA_n$ – фактическая стоимость компании, $SVA_{тр}$ – требуемая стоимость компании,	$\Delta\Delta SVA < 0,95$ – Стоимость компании снизилась после внедряемых мероприятий $0,95 < \Delta\Delta SVA < 1,05$ - риск менеджмент не оказал влияние на показатели фундаментальной стоимости $\Delta\Delta SVA > 1,05$ - мероприятия положительно отразились на стоимости компании	Особенности ведения отчетности по РосБУ искажают данные стоимости основных фондов и амортизационных отчислений. Как правило, стоимость основных фондов сильно занижена
$\Delta\Delta EVA$	$\Delta\Delta EVA = \frac{EVA_n}{EVA_{var}}$ , - для публичных компаний, $\Delta\Delta EVA = \frac{EVA_n}{EVA_{пл}}$ – для непубличных компаний, где $\Delta\Delta EVA$ – отклонение фактической	$\Delta\Delta EVA < 0,95$ – неудовлетворительный риск менеджмент сам по себе прирост делим на до, от $0,95 < \Delta\Delta EVA < 1,05$ -	Показатель сильно зависит от постпрогнозной оценки. Реальная стоимость в прогноз-

	экономической добавленной стоимости от стоимости под риском ил плановой, $EVA_n$ – экономическая добавленная стоимость фактическая, $EVA_{var}$ – экономическая добавленная стоимость плановая/под риском	эффективность риск менеджмента осталась $\Delta EVA > 1,05$ - мероприятия положительно отразились на стоимости компании	ный период определяется на основе корректировок, а не на основе рыночных данных
$\Delta\Delta ROE$	$\Delta\Delta ROE = \frac{ROE_n}{RAROC}, \text{ или}$ $\Delta\Delta ROE = \frac{ROE_n}{ROE_{тр}}, \text{ где}$ <p><math>\Delta\Delta ROE</math> – отклонение рентабельности фактической от средней по отрасли или рентабельности под риском, <math>ROE_{тр}/RAROC</math> - среднеотраслевая рентабельность/рентабельность под риском, <math>ROE_n</math> – фактическая рентабельность в момент n</p>	$\Delta\Delta ROE < 0,95$ – неудовлетворительный риск менеджмент сам по себе прирост делим на до, от $0,95 < \Delta\Delta ROE < 1,05$ - эффективность риск менеджмента осталась $\Delta\Delta ROE > 1,05$ - эффективность риск менеджмента повысилась	

- Постоянное совершенствование управления рисками (риск на основе KPI, годовой отчет и пересмотр).
- Управление рисками при принятии любых решений (например, распределение капитала, утверждение проектов, реструктуризации и изменения).
- Непрерывное общение (частые внешние и внутренние отчеты, двухсторонний процесс).
- Полная реализация управления рисками в структуре управления (отражение "неопределенности" в перспективе управления рисками в программных заявлениях организации).



Таблица 3.4.

Методы расчета отдельных показателей M-score  
Бениша

Показатель	Формула	Расшифровка
<b>DSRI</b> (Day Sales in Receivable Payment) - индекс дневных продаж в дебиторской задолженности	$DSRI = \frac{RP_1/S_1}{RP_0/S_0}$	$RP_{0,1}$ – дебиторская задолженность на конец прошлого/отчетного периода; $S_{0,1}$ – выручка за прошлый/отчетный период
<b>GMI</b> (Gross margin index) – индекс рентабельности продаж по валовой прибыли	$GMI = \frac{GM_0/S_0}{GM_1/S_1}$	$GM_{0,1}$ – маржинальная прибыль прошлого/отчетного года, $S_{0,1}$ – выручка за прошлый/отчетный период
<b>AQI</b> (Asset quality index) – индекс качества активов	$AQI = \frac{(1 - (CA_1 + NFA_1)) / TA_1}{(1 - (CA_0 + NFA_0)) / TA_0}$	$CA_{0,1}$ - оборотные активы за предыдущий и отчетный период, $NFA_{0,1}$ - остаточная стоимость основного капитала за предыдущий и отчетный период, $TA_{0,1}$ - стоимость всех активов организации,
<b>SGI</b> (Sales Growth Index) - индекс роста выручки	$GI = \frac{S_1}{S_0}$	$S_{0,1}$ - выручка в отчетном и предшествующем периоде
<b>DEPI</b> (Depreciation Index) - темп роста доли амортизационных расходов в стоимо-	$DEPI = \frac{\frac{Depreciation_1}{PP\&E_1 + Depreciation_1}}{\frac{Depreciation_0}{PP\&E_0 + Depreciation_0}}$	$Depreciation_{0,1}$ – амортизационные отчисления за предыдущий и отчетный период; $PP\&E_{0,1}$ – основные

сти основных средств		средства за предыдущий и отчетный период.
<b>SGAI</b> (SG&A Expense Index) - индекс коммерческих и управленческих расходов	$SGAI = \frac{\frac{SG\&A\ Expense_1}{S_1}}{\frac{SG\&A\ Expense_0}{S_0}}$	SG&A Expense <sub>0,1</sub> – коммерческие и управленческие расходы в отчетном и предшествующем периоде, S <sub>0,1</sub> - выручка в отчетном и предшествующем периоде
<b>LVGI</b> (leverage index) - индекс коэффициента финансовой зависимости	$LVGI = \frac{\frac{CR_1 + LD_1}{TA_1}}{\frac{CR_0 + LD_0}{TA_0}}$	CR <sub>0,1</sub> - краткосрочные обязательства, LD <sub>0,1</sub> - долгосрочные обязательства, TA <sub>0,1</sub> – активы компании в отчетном и предшествующем периоде
<b>TATA</b> (Total Accruals to Total Assets) - суммарные начисления к суммарным активам	$ATA = \frac{ICO_1 - CF_1}{TA_1}$	ICO <sub>1</sub> (Income from Continuing Operations) - прибыль от непрерывной деятельности (за период, после налогообложения); CF (Cash Flows from Operations) - денежные потоки от операционной деятельности в отчетном периоде; TA (total assets) – активы организации

В целях практической реализации предложенной модели оценки эффективности систем управления рисками были проанализированы три публичные компании

российского рынка энергетического и металлургического секторов.

Результаты расчётов представлены в таблице 3.5.

Таблица 3.5.

Оценка эффективности управления рисками с помощью моделей ERM и 3LOD

Показатель	1	Значение	2	Значение	3	Значение
М-score Бениша	- 2,9 2	-2,22 – не выявлено нарушений	- 1,97	-2,22 - вероятность манипулирования отчетными данными	- 3,04	-2,22 - не выявлено нарушений
$E_{rm}$	1,1 96	$E_{rm} > 1,05$ →Высокая эффективность риск-менеджмента	0,88	$E_{rm} < 0,95$ → Неудовлетворительный риск-менеджмент	1,26	$E_{rm} > 1,05$ →Высокая эффективность риск-менеджмента
$\Delta\Delta SVI$	2,6 27	$\Delta\Delta FV > 1,05$ →Высокая эффективность риск-менеджмента	0,54 8	$\Delta\Delta FV < 0,95$ → Неудовлетворительный риск-менеджмент	0,54	$\Delta\Delta FV < 0,95$ → Неудовлетворительный риск-менеджмент
$\Delta\Delta EVA$	5,7 36	$\Delta\Delta EVA > 1,05$ →Высокая эффективность риск-менеджмента	14,19 5	$\Delta\Delta EVA > 1,05$ →Высокая эффективность риск-менеджмента	- 91,5 2	$\Delta\Delta EVA < 0,95$ → Неудовлетворительный риск-менеджмент
$\Delta\Delta ROE$	1,4 62	$\Delta\Delta ROE > 1,05$ →Высокая эффективность риск-менеджмента	0,52 43	$\Delta\Delta ROE < 0,95$ → Неудовлетворительный риск-менеджмент	1,19 65	$\Delta\Delta ROE > 1,05$ →Эффективность риск-менеджмента повысилась

По результатам расчетов можно сделать следующие выводы: у двух компаний из трех достаточно низкая вероятность манипуляции с данными финансовой отчетности и высокий уровень эффективности операционного риск-менеджмента, что свидетельствует об успешной, в целом, политике управления рисками и внутреннем контроле, третья компания существенно отличается: значение M-score Бениша даёт возможность предположить, что результаты финансовой деятельности компании за отчётный период были подвергнуты искажениям, а оценка эффективности управления рисками по всем трем уровням демонстрирует, что только один из уровней отражает удовлетворительную эффективность – экономическая добавленная стоимость, что говорит о добросовестной работе служб тактического управления на базе заявленных высшим руководством норм и нормативов, а так же информации, предоставленной менеджерами на местах.

Стоит отметить, что показатели, используемые в модели, затрагивают практически все данные бухгалтерский отчетности, поэтому можно сделать вывод о том, что искусственное завышение инвестиционной привлекательности бизнеса за счет искажения учетной информации в перспективе вредит истинному положению дел.

## **Глава 3.2. Методика формирования КРІ на основе выделенных критических факторов успеха (Макарова В.А.)**

### **3.2.1. Основные критерии оценки эффективности:**

В ранних исследованиях [Макарова В.А., Корниенко О.Ю.] авторами была обоснована необходимость проведения комплексной оценки эффективности внутрифирменного риск менеджмента по следующим направлениям:

- Оценка экономических последствий системы управления рисками;
- Оценка соответствия и эффективности процесса управления рисками;
- Оценка операционной эффективности системы управления рисками;
- Оценка эффективности стратегического управления рисками;
- Внешняя оценка эффективности управления рисками с позиции стейкхолдеров.

В результате возникает возможность проводить многокомпонентную оценку системы, ориентированной на соответствие с лучшими принципами управления рисками и создания стоимости бизнеса, а также в соответствии с общими принципами эффективности бизнеса.

В соответствии с проведенными эмпирическими исследованиями, экономическую эффективность проводимых мероприятий оценивается через отношение организационного прироста выручки компании после мероприятий на сумму осуществленных затрат по риск-менеджменту.

$$E_{rm} = R_{rm} / C_{rm}, \text{ где}$$

$E_{rm}$  – экономический эффект;  $R_{rm}$  – прирост выручки;  $C_{rm}$  – затраты

Учет экономической эффективности в общем рейтинге эффективности риск менеджмента осуществляется следующим образом:

Низкая экономическая эффективность - коэффициент эффективности составляет от 0 до 0,95;

Удовлетворительная экономическая эффективность - коэффициент эффективности составляет от 0,95 до 1,05;

Хорошая экономическая эффективность - коэффициент эффективности составляет более 1,05, в течение определенного периода времени;

Отличная экономическая эффективность - коэффициент эффективности составляет более 1,05 в течение нескольких анализируемых периодов.

### 3.2.2. Система показателей стратегического блока ERM

Для стратегического блока показатели эффективности будут представлены следующим образом:

Таблица 3.6  
Контрольные значения показателей эффективности

КРІ	Показатель	Уровень		
		Высокий	Средний	Низкий
КРІ <sub>1</sub>	М-score Бениша	$M\text{-Score} < -2,22$	$M\text{-Score} < -2,22$	$M\text{-Score} > -2,22$
КРІ <sub>2</sub>	$E_{rm}$	$\Delta\Delta E_{rm} > 1,05$	$0,95 < \Delta\Delta E_{rm} < 1,05$	$\Delta\Delta E_{rm} < 0,95$
КРІ <sub>3</sub>	$\Delta\Delta SVA$	$\Delta\Delta SVA > 1,05$	$0,95 < \Delta\Delta SVA < 1,05$	$\Delta\Delta SVA < 0,95$
КРІ <sub>4</sub>	$\Delta\Delta EVA$	$\Delta\Delta EVA > 1,05$	$0,95 < \Delta\Delta EVA < 1,05$	$\Delta\Delta EVA < 0,95$
КРІ <sub>5</sub>	$\Delta\Delta ROE$	$\Delta\Delta ROE > 1,05$	$0,95 < \Delta\Delta ROE < 1,05$	$\Delta\Delta ROE < 0,95$

Для остальных блоков стратегического управления КРІ назначаются сходным образом.

Внешняя оценка эффективности риск-менеджмента целесообразно оценивать по следующей формуле:

$$R = 0,12 * k_1 + 0,1 * k_2 + 0,11 * k_3 + 0,1 * k_4 + 0,11 * k_5 + 0,14 * k_6 + 0,12 * k_7 + 0,12 * k_8 + 0,08 * k_9, \text{ где:}$$

$k_1$  — диверсифицированная структура поставщиков и покупателей;

$k_2$  — более высокая рентабельность и оборачиваемость компании, чем в среднем по отрасли;

$k_3$  — WACC ниже, чем в среднем по отрасли;

$k_4$  — наличие положительной информации в СМИ;

$k_5$  — коэффициент покрытия процентов больше 1;

$k_6$  — коэффициент финансовой безопасности компании меньше 3;

$k_7$  — коэффициент текущей ликвидности больше 1;

$k_8$  — особое отношение к ключевым рискам;

$k_9$  — реализация риск-менеджмента строго в соответствии с выбранным стандартом.

Веса критериев распределены в соответствии с предпочтениями респондентов. В рамках настоящего исследования автор исходит из предположения, что оценка рыночного компонента риск-менеджмента компании имеет три уровня: высокий, средний и низкий.

Учет рыночной компоненты эффективности риск менеджмента в общем рейтинге осуществляется следующим образом:

Неудовлетворительная эффективность - до 32 очков.

Удовлетворительная эффективность - от 32 до 41 пунктов.

Хорошая - эффективность с 36 до 63 пунктов.

Отличная эффективность - от 64 до 72 пунктов.

Эта оценка рассчитывается на предположении, что любые пять критериев эффективности могут иметь на один уровень ниже, чем остальные критерии эффективности в целевой группе.

Отдельно стоит уделить внимание эффективности процессов риск-менеджмента.

### **3.2.3. Система показателей эффективности процессов**

От тщательности подхода к формулированию ключевых показателей эффективности зависит эффективность работы всей системы оценивания в целом. Бинарные системы (да/нет, возросло/снизилось, др.) оценки являются наиболее простыми, однако не достаточно прозрачны и объективны. Лучшим решением является подход построения KPI с использованием словестных картин или схем (Tajbot J., Jakeman M., 2011). Например, для исследуемой компании релевантным является определенный список KPI, который необходимо систематизировать в соответствии с принятой системой стандартов в компа-

нии, и визуализировать результат, например, как представлено на рис. 3.1..

<p>Финансовые KPI</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• эффективность и управление затратами</li> </ul>	<p>Внутренние процессы</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• аудит</li> <li>• требования к договорам</li> <li>• принятие решений</li> <li>• внутренний комплаенс</li> </ul>
<p>Потребители</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• удовлетворенные потребители</li> </ul>	
<p>Внутренние процессы</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• постоянное совершенствование</li> <li>• контроль</li> <li>• планирование</li> <li>• управление риском</li> <li>• рост и развитие потенциала</li> <li>• разработка систем оценок</li> </ul>	<p>Образование и рост</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• кадры</li> <li>• обучение и компетенции</li> <li>• развитие и повышение квалификации</li> </ul>

Рис. 3.1..Система KPI на предприятии

Тогда появится возможность каждому из выявленных KPI дать качественную оценку полноты его выполнения (например, по шкале «отлично» - «неудовлетворительно»). Если брать за основу ключевые показатели эффективности, разработанные для российских компаний, внедряющих риск-менеджмент в соответствии с возникшей необходимостью и представленными в части первой настоящей монографии [Макарова В.А., Корниенко О.Ю. 2015], то система ключевых показателей будет выглядеть следующим образом: таблицы 3.7.



Таблица 3.7.

Эффективность внутренних процессов

Критерии	Как измерять	Уровень		
		Высокий	Средний	Низкий
Методика идентификации используется для всех рисков, для особых случаев - более углубленный анализ				
	Полнота идентификации риска или события	Качественные и количественные методы	Элементы оценки	Только качественные (Reuters)
	Четкие критерии оценки риска и управления рисками, эффективность риск менеджмента, понятны сильные и слабые стороны систем и методов измерения	Понятны для всех	Понятны только ограниченному числу риск менеджеров и директоров	Понятны только ограниченному числу риск менеджеров
Управление рисками интегрировано в бизнес-процессы				
Степень интеграции управления рисками в бизнес-процессы	Процент целей бизнес-стратегии отображенных в стратегии управления рисками предприятия	90-100%	50-89%	> 49%
	Как часто риск менеджмент участвует в формулировании стратегии бизнеса и выявлении деловых рисков.	Всегда	От времени к времени	Никогда
Степень интеграции управления	Процент драйверов стоимости бизнеса,	До 80%	От 40% до 79%	До 39%

Критерии	Как измерять	Уровень		
		Высокий	Средний	Низкий
рисками в стратегическое управление	учитывающих стоимость под риском по отношению ко всем драйверам стоимости, используемых компанией в управлении			
	Качество системы управления рисками является одним из конкурентных преимуществ компании	Да	Нет	Иногда
Оперативность системы	Количество случаев пересмотра ревизионной комиссией стратегию управления рисками.	Постоянно	По графику	Только в экстренных случаях
	Частота обсуждения стратегии управления рисками в заседаниях совета директоров	Регулярно	По графику	Только в экстренных случаях
	Частота пересмотра риск аппетита советом директоров	Постоянно	По графику	Только в экстренных случаях
	Количество случаев неудавшихся бизнес-	<0,39	От 0,40 до 0,79	>0,8

Критерии	Как измерять	Уровень		
		Высокий	Средний	Низкий
	стратегий из-за неправильного смягчение последствий рисков в сравнении с количеством случаев своевременного вмешательства риск-менеджеров в результате быстрой реализации			
	Количество несвоевременных вмешательств по нивелированию рисков реализации бизнес-стратегии по отношению количества раз своевременное вмешательство риск-менеджеров в результате в быстрой реализации	<0,39	От 0,40 до 0,79	>0,8
Репутация и профессионализм	Количество негативных новостей в СМИ в связи с ненадлежащим управлением рисков по отношению к новостям и пресс-релизам	<0,39	От 0,40 до 0,79	>0,8

Критерии	Как измерять	Уровень		
		Высокий	Средний	Низкий
	о положительном опыте риск менеджменте.			
	Профессиональный опыт риск-менеджеров	Да	В некоторых областях	Нет
	Персональная ответственность за ключевые риски	Владельцы рисков	Риск менеджеры	Нет
Комплаенс	Использование стандартизированной системы управления рисками или системы собственной разработки	Да	Частично	Нет
	Количество правовых проблем, связанных с неправильным и несвоевременным комплаенсом по с числом раз предотвращения юридических проблемы	<0,95	От 0,95 до 1,05	>1,05
	Оценка и мониторинг рисков независимы от управления рисками	Да	Частично	Нет
Внедрены процедуры по соблю-	Лимиты риска четко определены и задо-	Да	Частично	Нет

Критерии	Как измерять	Уровень		
		Высокий	Средний	Низкий
дению лимитов	кументированы			
	Количество случаев превышения фактическим уровнем риск организации риск аппетита организации по отношению к количеству случаев предотвращения превышения риск-аппетита.	<0,95	От 0,95 до 1,05	>1,05
	Объем финансовых потерь, понесенных из-за неэффективного управления рисками по отношению к объему предотвращенных финансовых потерь за счет эффективного управления рисками.	<0,95	От 0,95 до 1,05	>1,05
	Правила и процедуры регулируются в пользу эффективности управления рисками	после каждого события	по расписанию	время от времени
управления в чрезвычайных си-	Изменение в абсолютных значениях по-	Снизились	Неизменно	Возросли

Критерии	Как измерять	Уровень		
		Высокий	Средний	Низкий
туациях	казателей: количества несчастных случаев, бракованной продукции			
	Проводится ретроспективный анализ проблемных ситуаций	Постоянно	По графику	Только в экстренных случаях
	Наличие системы раннего предупреждения	Да	Частично	Нет

\* Таблица составлена автором по данным консалтинговых агентств, проведенных опросов. Пороговые значения выставлены эмпирическим путем по данным наблюдений за исследуемыми компаниями.

В общей рейтинговой оценке оперативная эффективность учитывается следующим образом:

Неудовлетворительно - управление операционными рисками признано неудовлетворительным, если число ответов в колонке "низкая эффективность" более 70%;

Удовлетворительно - оперативное управление рисками считаются удовлетворительными, если количество ответов в графе «средняя эффективность» более чем 70%, в графе «низкая эффективность» - меньше, чем 30%;

Хорошее - Управление операционным риском считается достаточным, если число ответов в графе «средняя эффективность» более чем 70%, в графе «высокая эффективность» - меньше, чем 30%.

Отлично - оперативное управление рисками признается отличным, если число ответов в графе «высокая эффективность» более 70%.

### 3.2.4. Система показателей стратегического блока ERM

Для стратегического блока показатели эффективности будуп представлены следующим образом:

Таблица 3.8.

Контрольные значения показателей эффективности

КРІ	Показатель	Уровень		
		Высокий	Средний	Низкий
КРІ <sub>1</sub>	М-score Бениша	$M-Score < 2,22$	$M-Score < 2,22$	$M-Score > 2,22$
КРІ <sub>2</sub>	$E_{rm}$	$\Delta\Delta E_{rm} > 1,05$	$0,95 < \Delta\Delta E_{rm} < 1,05$	$\Delta\Delta E_{rm} < 0,95$
КРІ <sub>3</sub>	$\Delta\Delta SVA$	$\Delta\Delta SVA > 1,05$	$0,95 < \Delta\Delta SVA < 1,05$	$\Delta\Delta SVA < 0,95$
КРІ <sub>4</sub>	$\Delta\Delta EVA$	$\Delta\Delta EVA > 1,05$	$0,95 < \Delta\Delta EVA < 1,05$	$\Delta\Delta EVA < 0,95$
КРІ <sub>5</sub>	$\Delta\Delta ROE$	$\Delta\Delta ROE > 1,05$	$0,95 < \Delta\Delta ROE < 1,05$	$\Delta\Delta ROE < 0,95$

Для остальных блоков стратегического управления КРІ назначаются сходным образом.

### 3.2.5. Методика оценки общего рейтинга

Общий рейтинг включает в себя 5 групп показателей эффективности управления рисками, которая измеряется 4-балльной системой: отличная (1), хорошая (2), удовлетворительная (3), и, неудовлетворительная (4). Интегральная оценка является суммой баллов по каждой составляющей эффективного управления рисками. В то же время, наименьшее количество баллов указывает наиболее эффективное управление рисками, а максимальное число точек демонстрирует самый низкий уро-

вень эффективности управления рисками. Максимально возможное количество баллов 20.

На практике часто невозможно четкое распределение управления рисками в эффективности любой группы, поэтому целесообразно использовать пороговые значения (Таблица 3.9.).

Таблица 3.9.

Метод определения общего уровня эффективности риск менеджмента

Компоненты	Отлично	Хорошо	Удовлетворительно	Неудовлетворительно
Экономическая	1	2	3	4
Внутренних процессов	1	2	3	4
Основной деятельности	1	2	3	4
Стратегическая	1	2	3	4
Рыночная	1	2	3	4
Итоговая оценка	от 5 до 7	от 8 до 12	от 11 до 17	от 18 до 20

Общий рейтинг формируется из предположения, что любые две подгруппы эффективности могут быть оценены на 1 пункт выше, чем у целевой группы (например, отличное управление рисками имеет компания с тремя компонентами, оцененными на "отлично", и двумя – на «хорошо»).



### Глава 3.3. Система показателей, оказавшихся наиболее релевантными для назначения КРІ в области риск менеджмента по результатам проведенного исследования в 2015 гг.

1. Диверсифицированная структура поставщиков и покупателей (*ННІ для поставщиков, ННІ для покупателей*). Данный фактор является характерной чертой потенциала эффективности отрасли [М. Горт, 1962; Е. Еси́нара, 1979 г.] и заключается в:

- постоянном расширении базы поставщиков и клиентской базы с включением новых поставщиков в цепочку поставок;
- поддержке инициативы по диверсификации клиентов и поставщиков;
- стимуляции развития и самосовершенствования поставщиков.

Наиболее распространенными методами оценки структуры поставщиков являются АВС- и XYZ-анализ, а также их комбинация. Методы, основанные на критерии Парето-эффективности, обладают целым рядом недостатков, снижающих, на наш взгляд, целесообразность их применения в отношении настоящей оценки эффективности риск-менеджмента. В данном случае речь идет о таких недостатках, как невозможность применения в нестабильных условиях и использования компаниями, осуществляющими поиск поставщиков и покупателей на основе конкурсов, т.к. любой новый поставщик или клиент попадет в малоценную категорию С или нестабильную категорию Z. Помимо этого АВС- и XYZ-анализ ориентированы на работу в стабильных условиях, и любые кризисные явления резко уменьшают прогнозную ценность полученных результатов, так же как и прогнозов на основе метода XYZ по данным трех-пяти временных периодов. Кроме того, данные, необходимые для осуществления АВС- и XYZ-анализа, как правило, являются закры-

той информацией, что делает их недоступным для внешних пользователей.

В рамках настоящего исследования для оценки степени диверсификации поставщиков и покупателей был использован индекс и коэффициент Херфиндаля — Хиршмана (HHI). Данный инструмент разработан для оценки степени концентрации рынков и монополизации, однако его с успехом можно применять при анализе рискованной структуры поставщиков, т.к. концентрация компании на узком круге поставщиков или покупателей несет в себе большие операционные риски, связанные с вероятностью срыва поставок, затоваривания, срыва производства. Индекс Херфиндаля — Хиршмана демонстрирует степень концентрации компании на ключевых поставщиках и вычисляется как сумма квадратов долей продаж каждой фирмы в отрасли при пороговом значении индекса 1800. В случае наличия только одного поставщика или покупателя индекс Херфиндаля — Хиршмана будет равен 10 000.

Коэффициент Херфиндаля — Хиршмана показывает, какую долю рынка сбыта в совокупности занимают поставщики или покупатели, охватывающие низкий процент поставок. По значениям коэффициентов концентрации (CR) и индексов Херфиндаля — Хиршмана выделяются три типа диверсификации поставщиков и покупателей:

- тип 1 — высокая концентрация и рискованная структура поставщиков:  $70\% < CR < 100\%$  ;  $1800 < HHI < 10000$ ;
- тип 2 — умеренная концентрация и рискованная структура поставщиков:  $45\% < CR < 70\%$ ;  $1000 < HHI < 1800$ ;
- тип 3 — низкая концентрация поставщиков:  $CR < 45\%$ ;  $HHI < 1000$ .

Баллы для включения в индекс распределены следующим образом (табл. 3.10).

Таблица 3.10

Пороговые значения коэффициента концентрации и индекса Херфиндаля — Хиршмана

Эффективность риск-менеджмента	Пороговые значения	Баллы
Высокое	$CR < 45\%$ ; $HNI < 1000$	1
Среднее	$45\% < CR < 70\%$ $1000 < HNI < 1800$	2
Низкое	$70\% < CR < 100\%$ $1800 < HNI < 10000$	3

2. Более высокая рентабельность и оборачиваемость компании, чем в среднем по отрасли (*ROA компании / ROA отраслевая*). Во время интервью респонденты делали основной акцент на показателе рентабельности основного вида деятельности в сравнении со среднеотраслевым показателем рентабельности. Для сравнения был выбран показатель рентабельности по видам экономической деятельности [Информация Федеральной налоговой службы от 14 мая 2014 г. "Рентабельность проданных товаров, продукции, работ, услуг и рентабельность активов организаций по видам экономической деятельности, в процентах"] как безопасный уровень рентабельности за соответствующий год.

Рентабельность анализируемой компании была рассчитана как рентабельность по EBITDA по следующей формуле:

$$EBITDA_{margin} = \frac{EBITDA}{revenue},$$

где  $EBITDA_{margin}$  — операционная рентабельность (продаж);

$EBITDA$  — прибыль до вычета расходов по выплате процентов и налогов, и начисленной амортизации;

*revenue* — выручка компании.

Данный показатель демонстрирует прибыльность компании по первичной прибыли, т.е. по EBITDA. В настоящее время этот показатель очень популярен у аналитиков, т.к. отражает прибыль компании до различных выплат. Эти выплаты либо отсрочены по времени, поэтому деньги могут быть использованы компанией до срока уплаты налогов либо в случае с амортизацией вообще не уходят из компании, что позволяет использовать их в дальнейшем.

Для разработанной модели соотношение рентабельности определяется отношением рентабельности компании к рентабельности по видам экономической деятельности. Оценка происходит в сравнении с единицей. Баллы для включения в индекс представлены в табл. 3.11.

Таблица 3.11.

Пороговые значения ключевого фактора  $EBITDA_{margin}$  для определения уровня эффективности риск-менеджмента

Эффективность риск-менеджмента	Пороговые значения	Баллы
Высокое	$EBITDA_{margin} > 1,05$	1
Среднее	$0,95 < EBITDA_{margin} < 1,05$	2
Низкое	$EBITDA_{margin} < 0,95$	3

3. WACC ниже, чем в среднем по отрасли или снижение WACC после внедрения риск-менеджмента (*WACC отрасли / WACC компании*). Средняя стоимость капитала компании, взвешенная по отношению к источникам финансирования, является относительным показателем затрат ее капитала. WACC компании демонстрирует доплату привлекаемого капитала компании по отношению к среднему WACC по отраслям. В рамках предложенной модели мы используем критерий отношения WACC среднеотраслевого к WACC частному, положи-

тельное значение критерий принимает при соотношении показателей больше 1. Значение WACC для компании рассчитано по формуле:

;

$$WACC = R_e \times \frac{MV_e}{MV_e + MV_d + MV_q} + R_d \times \frac{MV_d}{(MV_e + MV_d + MV_q)(1-t)} + R_q \times \frac{MV_q}{MV_e + MV_d + MV_q}$$

где  $MV_e$  — рыночная стоимость обыкновенных акций (Количество обыкновенных акций x Цена обыкновенных акций);

$MV_d$  — рыночная стоимость долга;

$MV_p$  — рыночная стоимость привилегированных акций (Количество привилегированных акций x Цена привилегированных акций);

$t$  — налог на прибыль;

$R_d$  — стоимость долга;

$R_p$  — дивиденд по привилегированной акции / цена привилегированной акции;

$R_e$  — доходность по обыкновенным акциям (обычно рассчитывается при помощи CAPM-модели).

Среднеотраслевое значение WACC определено по материалам сайта [damodoran.online](http://damodoran.online) и источнику отраслевой информации «Портал машиностроения» Баллы для включения в индекс показаны в табл. 3.12

Таблица 3.12

Пороговые значения отношения среднеотраслевого WACC к частному

Эффективность риск-менеджмента	Пороговые значения	Баллы
Высокое	$WACC < 0,95$	1
Среднее	$0,95 < WACC < 1,05$	2
Низкое	$WACC > 1,05$	3

4. Наличие положительной информации в СМИ (*Наличие публичной информации*). Необходимо уточнить, подвергалась ли компания проверкам, есть ли в СМИ негативная информация о ней, выдвигали ли к ней претензии контролирующие органы. При этом стоит отметить, что отсутствие негативной информации говорит скорее об отсутствии проверок, нежели о высоком качестве риск-менеджмента, а присвоение низкого рейтинга — о заинтересованности компании в повышении качества риск-менеджмента.

Оценка осуществляется по следующему алгоритму: низкое качество — информация о внедрении риск-менеджмента в компании отсутствует или есть негативная информация в СМИ, среднее — есть информация о внедрении риск-менеджмента, высокое — есть пресс-релизы об успешном внедрении. Баллы для включения в индекс представлены в табл. 3.13.

Таблица 3.13.  
Характеристика фактора для включения в индекс

Эффективность риск-менеджмента	Пороговые значения	Баллы
Высокое	Наличие пресс-релизов об успешном внедрении	1
Среднее	Наличие информации о внедрении системы риск-менеджмента	2
Низкое	Отсутствие информации или негативная информация	3

5. Коэффициент покрытия процентов больше 1 (*EBIT / проценты к уплате*). Коэффициент покрытия процентов (Interest Coverage Ratio — ICR, Times-interest-earned ratio - TIE) характеризует способность организации обслуживать свои долговые обязательства. Показатель

позволяет сравнить прибыль до уплаты процентов и налогов (ЕВІТ) за определенный период времени (обычно один год) и проценты по долговым обязательствам за тот же период. Показатель рассчитывается по формуле:

$$TIE = \frac{EBIT}{\text{annual interest expense}}$$

Коэффициент демонстрирует, во сколько раз прибыль до уплаты процентов и налогов превышает расходы на уплату процентов. Чем меньше коэффициент покрытия процентов, тем выше кредитное бремя организации и вероятность наступления банкротства. Коэффициент ниже 1,5 ставит под вопрос возможность организации обслуживать свой долг. Критическим считается коэффициент менее 1 (т.е. ЕВІТ превышает проценты к уплате), который означает, что приток денежных средств недостаточен для выплаты процентов кредиторам.

Чем выше коэффициент покрытия процентов, тем более устойчиво финансовое положение организации. Тем не менее слишком высокий коэффициент говорит о чрезмерно осторожном подходе к привлечению заемных средств, что может привести к пониженной отдаче от собственного капитала (т.к. не используется кредитное плечо). Баллы для включения в индекс представлены в табл. 3.14

Таблица 3.15

Пороговые значения коэффициента покрытия процентов

Эффективность риск-менеджмента	Пороговые значения	Баллы
Высокое	$TIE > 1,05$	1
Среднее	$0,95 < TIE < 1,05$	2
Низкое	$TIE < 0,95$	3

6. Коэффициент финансовой безопасности компании меньше 3 ( $Debt / EBITDA$ ). Коэффициент финансовой безопасности не должен превышать порогового значения. Он является мерой возможности компании платить по долгам и дает инвестору примерное понимание ее способностей погашать имеющиеся обязательства. Показатель отношения долга к EBITDA иллюстрирует платежеспособность компании и часто используется как менеджментом, так и инвесторами, в том числе при оценке котирующихся на бирже публичных компаний. Коэффициент определяется по формуле:

$$FSR = \frac{Debt}{EBITDA},$$

где  $D$  — совокупные обязательства;  
 $EBITDA$  — прибыль до вычета процентов, налогов и амортизационных отчислений.

Показатель отношения долга к EBITDA — достаточно популярный среди аналитиков коэффициент, очищенный от влияния неденежных статей (амортизации). При нормальном финансовом состоянии организации значение данного коэффициента не должно превышать 3. Если значение коэффициента выше 4–5, это говорит о слишком большой долговой нагрузке на предприятие и вероятных проблемах с погашением долгов. Предприятиям с таким высоким значением коэффициента проблематично привлечь дополнительные заемные средства.

Как и другие подобные коэффициенты, показатель отношения долга к EBITDA зависит от отраслевых особенностей, поэтому его чаще сравнивают со значениями других предприятий в рамках данной отрасли. Кроме того, нужно учесть, что такие статьи расходов, как покупка нового оборудования, влияющие на отток денежных средств, не учитываются при расчете данного показателя, т.к. и сама покупка не изменяет финансовый результат организации, и амортизационные отчисления не участвуют в EBITDA. Другой важный момент: при оценке



показателя исходят из того, что дебиторская задолженность организации исправно погашается покупателями. Если же у предприятия нарастает неоплаченная задолженность покупателей, это, безусловно, ухудшает его платежеспособность, но никак не отражается на соотношении кредиторской задолженности к EBITDA. Баллы для включения в индекс показаны в табл. 3.16

Таблица 3.16.  
Пороговые значения отношения долга к EBITDA

Эффективность риск-менеджмента	Пороговые значения	Баллы
Высокое	$Debt / EBITDA < 3$	1
Среднее	$3 < Debt / EBITDA < 4$	2
Низкое	$4 < Debt / EBITDA$	3

7. Коэффициент текущей ликвидности больше 1 (*Текущая ликвидность*). Коэффициент текущей (общей) ликвидности (Current Ratio — CR) — финансовый коэффициент, равный отношению текущих (оборотных) активов к краткосрочным обязательствам (текущим пассивам). Это наиболее общий и часто используемый показатель ликвидности, который рассчитывается по следующей формуле:

$$CR = \frac{CA}{CL},$$

где  $CR$  — коэффициент текущей ликвидности;  
 $CA$  — оборотные активы за вычетом долгосрочной дебиторской задолженности;  
 $CL$  — краткосрочные обязательства.

Коэффициент отражает способность компании погашать текущие (краткосрочные) обязательства за счет только оборотных активов. Чем показатель больше, тем

лучше платежеспособность предприятия. Нормальным считается значение коэффициента 2 и более (это значение наиболее часто используется в российских нормативных актах; в мировой практике считается нормальным значение от 1,5 до 2,5 в зависимости от отрасли). Значение ниже 1 говорит о высоком финансовом риске, связанном с тем, что предприятие не в состоянии стабильно оплачивать текущие счета. Значение более 3 может свидетельствовать о нерациональной структуре капитала. Баллы для включения в индекс показаны в табл. 3.17

Таблица 3.17

Пороговые значения коэффициента общей ликвидности

Эффективность риск-менеджмента	Пороговые значения	Баллы
Высокое	$CR > 2,05$	1
Среднее	$1,05 < CR < 2,05$	2
Низкое	$CR < 1,05$	3

8. *Особое отношение к ключевым рискам (Особое отношение к ключевым рискам)*. Компания ведет учет основных факторов риска, осуществляет регулярный их мониторинг и пересмотр, использует современные индикаторы и методики управления ключевыми рисками, регулярно пересматривает их пороговые значения, использует специальные программы страхования, хеджирования и лимитирования для отдельных видов риска, предоставляет регулярные публичные отчеты о результатах эффективной работы с ключевыми рисками, к управлению специфическими видами рисков привлекаются внешние специалисты. Баллы для включения в индекс представлены в табл. 3.19.

Таблица 3.19

Оценочная характеристика фактора «Особое отношение к ключевым рискам» для включения в индекс

Эффективность риск-менеджмента	Пороговые значения	Баллы
Высокое	По каждому из ключевых рисков разработаны отдельные рекомендации	1
Среднее	Компания использует ограниченный перечень методов управления рисками	2
Низкое	Информация об управлении рисками отсутствует или негативна	3

9. *Реализация риск-менеджмента строго в соответствии с выбранным стандартом (Соответствие стандартам)*. В качестве основы руководство компании выбирает один из современных стандартов риск менеджмента (ISO 31000:2009, BS 3100:2008, COSO:2004, FERMA:2002 или др.) и четко соблюдает их рекомендации. Баллы для включения в индекс показаны в табл. 3.20

Таблица 3.20.

Оценочная характеристика фактора «Риск-менеджмент реализуется в четком соответствии с одним из выбранных стандартов» для включения в индекс

Эффективность риск-менеджмента	Пороговые значения	Баллы
--------------------------------	--------------------	-------

Высокое	Да, все разделы стандарта тщательно изучены и адаптированы к конкретной организации	1
Среднее	Да, но ряд положений стандарта используется формально	2
Низкое	Компания формально соблюдает стандарт или не придерживается стандарта	3

### Глава 3.4. Примеры формирования показателей бенчмаркинга рейтинговых агентств (по данным 2015-2016гг.).

Анализ результатов сравнительного анализа риск менеджмента компаний, проведенных рейтинговыми агентствами позволил выделить следующие контрольные точки сравнительного анализа: Таблицы 3.21, 3.22.

Таблица 3.21

#### Контрольные точки по методике FERMA

Контрольные точки	2012	2014	2016
Возраст	-	45 лет и более в среднем	46-55
Наличие страхового покрытия в случае возникновения кибер-атак на предприятие, %	Нет данных	37	Нет данных

Пол сотрудников (менеджеров и управленцев рисками)	Нет данных	Мужчины в возрасте 50 лет (80,5%) среди всех респондентов в 78,8% случаев	73% мужчины в возрасте до 55 лет среди всех респондентов
Часто используемый компонент организационной структуры риск-менеджмента	Менеджмент риска и страхования	Объединение риск-менеджмента со страхованием	Смешивание управления страхованием и риск-менеджментом
Самый топовый риск	Конкуренция на рынке	Риск вмешательства государства в политику деятельности предприятий, новоизменения в законодательной сфере	Экономический рост/падение
Основная мера, которой уделяется особое внимание при управлении рисками	Мониторинг эффективности системы риск-менеджмента	Мониторинг мероприятий по риск-менеджменту	Разработка карты рисков
Основная стратегия, используемая по минимизации рисков среди открытых организаций	Выявление рисков и минимизация различных "неожиданностей" и потерь	Стратегия минимизации	Удержание риска

Таблица 3.22

Пример контрольных точек рейтинговых агентств

PWC	Ernst and Yuong	Эксперт РА
наличие риск-ориентированного внутреннего аудита	наиболее распространенные внешние факторы, определяющие систему ERM	наличие регламентирующих документов по каждому виду риска
частота коммуникаций с топ-менеджментом	Планирует ли организация пройти сертификацию риск менеджмента	полнота и детальность документов
использование информационных специализированных сред	особое внимание ключевым рискам и специальные инструменты их оценки	следование процедурам и методикам, описанным в документах
наличие формализованных процедур и применение международных рекомендаций	работа с операционными рисками	регламентация заключения договоров
наличие профессиональных сертификатов или профильного диплома у персонала qualifications?	процесс оценки риска интегрирован с процессом принятия решений по риску process	процедуры оценки клиента
планируете ли вы повышать затраты на риск менеджмент	самые приоритетные риски (2)	наличие риск комитетов
приносит ли ваша система ERM добавленную стоимость компании	изменился ли объем документации и отчетов	независимость риск комитетов и от продающих подразделений/сотрудников

улучшилось ли качество риск менеджмента по сравнению с предыдущим годом, по мнению топ менеджмента	арсенал методов оценки различных видов рисков
часто ли приходится пересматривать риск аппетит	регулярность мониторинга клиентов
Наблюдается ли корреляция между зрелостью риск менеджмента а и показателями фирмы	проработанность юридических условий договоров (в том числе использование ковенант)
какова стратегия поведения в условиях ожидаемой кризиса: увеличить превентивные меры или повысить	соблюдение установленных внутри компании уровней принимаемого риска
ориентация на длительные взаимоотношения с партнерами	уровень просроченной и проблемной задолженности
повышение качества работы с претензиями	структура просроченной задолженности
управление рисками соответствует "cost-benefit" подходу	уровень потерь от реализовавшихся рисков
большое внимание уделяется комплаенсу	регулярность обновления критериев одобрения финансирования на основе накопленной статистики и изменения макроэкономических условий
	наличие и регламентация системы внутреннего контроля

## Раздел 4. Последствия шорт-термизма и снижение неопределенности за счет внедрение ERM – систем.

### Глава 4.1. Анализ современных тенденций в области внутреннего корпоративного управления (Макарова В.А.)

Современная экономика отличается возрастающей волатильностью, что обусловлено целым рядом факторов: существенное изменение в стоимости / доступности капитала, риск, связанный с изменениями в законодательстве или нарушения, политического вмешательства в функционирование рынка, нестабильность цен на товары, война за таланты, экономический шок с последующим краткосрочным шок, связанный со спросом на энергию.

Поэтому компании, заинтересованные в стратегическом развитии все больше обращают внимание на ERM как инструмент, позволяющий сохранить и преумножить благосостояние, в то время как еще несколько лет назад ERM внедряли в большинстве случаев только из-за требований различных инстанций (бирж, банков, иностранных партнеров, др.).

Согласно барометру рисков Allianz 2016, наиболее актуальными рисками на 2017 год будут:

- Кибер-атаки: 33%
- Прерывание деятельности (в том числе вследствие сбоя поставок): 11%
- Терроризм: 9%

И, если последствия второго или третьего риска более-менее ограничены по проявлениям и последствиям (локализованы во времени и пространстве), то кибер-



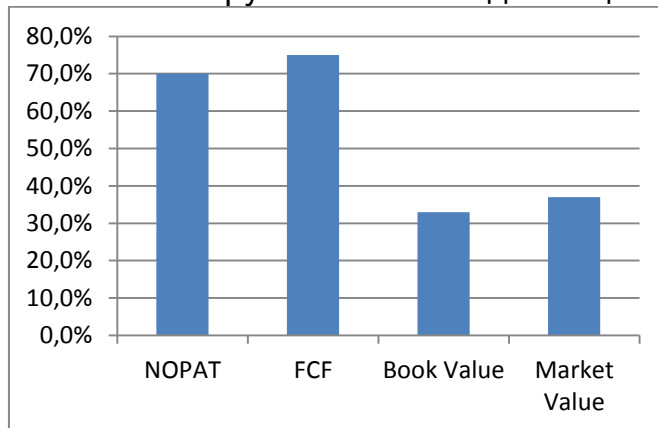
риски отличаются непредсказуемостью, вариативностью, многообразностью и размером ущерба.

Предлагаемая модель позволяет настроить ERM таким образом, чтобы владельцы рисков имели представление не только о бизнес-процессах в поле их компетенции, но и об информационных потоках, сопровождающих эти бизнес процессы внутри организации и при взаимодействии с внешней средой. Предложенная система взаимодействия между менеджерами, директорами и контролёрами, позволит оперативно выявить нестандартные потоки информации, а распределение ответственности между уровнями управления - предотвратить крупные потери, что в целом может помочь вашей организации поддерживать стоимость акций и даже достичь новых вершин производительности.

Кроме того, современные экономические процессы, такие как новые технологии, глобализация, более развитый рынок услуг финансового посредничества выдвигает на первый план вопрос о недальновидности руководства. Высокая волатильность экономики заставляет руководство принимать краткосрочные решения, основными результатами которого являются: частая смена высшего руководства, пренебрежение инвестиционной привлекательностью, пренебрежение человеческим капиталом.

Специфические особенности внутреннего корпоративного управления достаточно сильно зависят от того, кем оказываются владельцы стратегического пакета акций и какие цели они преследуют. С появлением институтов, сосредотачивающих контроль над крупными пакетами акций ряда компаний, неизбежно возник вопрос о роли "внешних" собственников и стейкхолдеров [Радыгин А.Д. и др.2007]. Проблемы отделения контроля от собственности обсуждается в экономической литературе более 60 лет, однако большинство теоретических положений на практике применяется с большой долей упрощения, что и стимулирует развитие шорт-термизма. Например, увлеченность управлением показателем free cash flow, вместо стоимости для акционеров (SVA) (рис. 4.1) отражает как раз стремление работать с денежными по-

токами, остающимися в распоряжении компании, и насколько не максимизируют стоимость для акционеров.



Source: *Market Risk Management at Russian Power Companies.* – [www.kpmg.com](http://www.kpmg.com)

Рис. 4.1. Предпочтения менеджмента при выборе показателя под риском

В настоящей работе представлена модель определения ставки дисконтирования для «внешних пользователей» компании. Ставка дисконтирования является одним из первых показателей, который рассчитывается при оценке эффективности планируемых инвестиций, и дает первоначальное представление об уровне риска и горизонте планирования при осуществлении вложений.

Предложенная модель позволяет снизить влияние шорт-термизма в силу следующих факторов:

- Company-wide культура управления рисками за счет вовлечения всех уровней управления мотивирует сотрудников на принятие долгосрочных решений
- Вовлеченность в модель оценки стоимостных показателей придает стратегический характер.

Регулярная проверка информационных потоков на наличие манипуляций и вуалирования показателей с целью получения краткосрочного результата повышает объективность принятия решений и повышает устойчивость принимаемых решений в долгосрочном периоде,

что в целом нивелирует проявления шорт-термизма в компании.

Феномен шорт-термизма заключается в преимущественном принятии краткосрочных решений в ущерб долгосрочным стратегическим целям и на практике выражается в росте ставки дисконтирования для длительных инвестиционных проектов в связи с нарастанием неопределенности бизнеса в целом.

Ориентация на краткосрочные цели сама по себе не является проблемой, проблема недальновидности возникает в том случае если решения принимаются в ущерб стратегическим целям или даже в том случае, если компания не занимается стратегическим планированием в принципе.

Типичные последствия шорт-термизма представлены на рис.4.1.

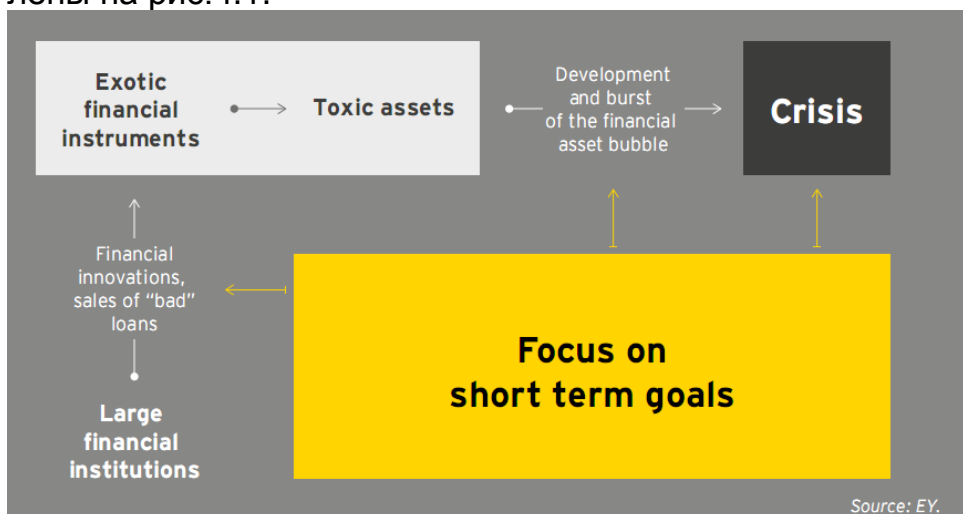


Рис. 4.1. Последствия шорт-термизма для организации.

Основными факторами, приведшими к возникновению шорт-термизма в организации, как правило выделяют: новые технологии, сокращение торговых сессий и операционных затрат, волатильность рынка, освещение в СМИ, а также повышение роли институциональных инвесторов. В таких условиях, при повышенной нагрузке информации инвесторы практикуют принятие решений, ориентированных на краткосрочную практику.

Результатом инвестиционной недальновидности аналитики, как правило, выделяют следующие факторы:

- сокращение сроков назначения и частота перевыборов высшего менеджмента, директора;
- снижение инвестиционной активности фирмы;
- пренебрежение человеческим капиталом и текучесть кадров.

Эконометрический анализ показывает (E&Y, 2014), что стабильность управления положительно влияет на прибыльность и рыночную капитализацию компании. Увеличение инвестиционных расходов повышает долгосрочную эффективность компании. Тем не менее, в краткосрочной перспективе капитальные затраты приводят к снижению стоимости акций компании, которая может препятствовать некоторым руководителям предпринимать выгодные инвестиционные проекты.

Продолжительность работы высшего менеджмента влияет на эффективность компании двумя способами: (1) прямое положительное влияние опыта исполнительной власти и (2) косвенное воздействие пребывания генерального директора через положительный эффект от инвестиционной активности, что в целом улучшает стратегические показатели фирмы.

Следовательно, во всем мире тенденция сокращения срока пребывания генерального директора должна быть оценена отрицательно.

Компанией Ernst&Young было проведено исследование о влиянии шорт-термизма на эффективность компании в целом, который был подтвержден эмпирическим исследованием.

В качестве базы для исследования были выбраны 1024 компании, действующие в период 1998-2013, в качестве показателей эффективности компании в модели были использованы следующие показатели:

- Рыночная капитализация

- Рентабельность собственного капитала (ROE)
- Цена закрытия акции
- Капитальные затраты
- Общая сумма доходов
- Общий долг
- Всего собственных средств

Модель строилась для проверки гипотезы о том, что шорт-термизм влияет на срок деятельности высшего менеджмента в компании. Оценка производилась по трем направлениям: срок пребывания действующего исполнительного директора; менеджмент назначен со стороны или является инсайдером преемником; структура и уровень вознаграждения генерального директора.

Основными результатами эмпирического исследования стали следующие выводы:

- Генеральный директор оказывает положительное влияние на рыночную капитализацию компании. В то время как в краткосрочной перспективе, этот эффект не всегда статистически значим, отличии от долгосрочного анализа.
- Долгосрочный эффект проявляется в нелинейной зависимости: влияние CEO владения на долгосрочной рыночной капитализации положительна, но имеет тенденцию к ослаблению с увеличением срока пребывания генерального директора, что свидетельствует о том, что предельные выгоды от каждого дополнительного года в кресле генерального директора снижаются.
- Более очевидно положительное влияние срока избрания генерального директора на рентабельности собственного капитала компании. При этом положительные эффекты сильны и статистически значимы и в краткосрочной и долгосрочной перспективе. По результатам оценки, дополнительный год пребывания в должности исполнительного директора ведет, в долгосрочной пер-

спективе, к среднему увеличению годовой рентабельности компании на 0,3 п.п.

- В долгосрочной перспективе, рыночная капитализация и средний ROE компании положительно влияет на инвестиционную деятельность фирмы. Рост капитальных затрат к совокупным активам на 10 п.п. в долгосрочной перспективе приводит к увеличению средней рентабельности собственного капитала на 4,5 п.п., в то время как рост капитальных затрат к общему объему выручки на 10 п.п. приводит, в долгосрочной перспективе (здесь 15 лет), к среднему увеличению рыночной капитализации компании на 7,1 п.п.

- В свою очередь, в краткосрочной перспективе, увеличение инвестиционных расходов негативно влияет на рыночную капитализацию компании. Увеличение капитальных затрат относительно общих доходов на 10 п.п. приводит к краткосрочному снижению рыночной капитализации компании на 1.6-3.9 п.п. в среднем, что в целом доказывает что руководство с упором на краткосрочные результаты может пренебречь инвестиционными расходами, несмотря на расходы, которые так или иначе ожидаются в долгосрочной перспективе.

- Длительность занятия директором должности положительно влияет владения, тем выше (в среднем) являются инвестиционные затраты компании. В частности, дополнительный год пребывания в должности исполнительного директора приводит, в среднем, к увеличению капитальных затрат фирмы к общему объему выручки на 0,2 п.п. (Тот же результат был получен для капитальных затрат к совокупным активам).

- Относительно частые смены состава высшего менеджмента снижают инвестиционную привлекательность компании в целом.

- Отмечено положительная динамика ROE и рыночная капитализация компании в краткосрочной перспективе в том случае, если на должность генерального директора был назначен сотрудник компании, а так же в случае аутсайдинга положительного влияния на рыночную стоимость компании не наблюдается. Однако ни инсайдерские кадры, ни привлечение директоров со стороны не влияет на инвестиционную привлекательность фирмы.

- повышение роли долгосрочного плана получения вознаграждения в схеме вознаграждения положительно влияет на ROE компании в краткосрочной перспективе.

Таким образом, последствия шорт-термизма достаточно весомые: мало того, что у компании снижается инвестиционная привлекательность, компания в будущем теряет еще и возможности к развитию за счет излишних инвестиционных затрат в краткосрочном периоде.

Снизить последствия шорт-термизма и сформировать стратегически-ориентированную систему корпоративного управления можно с помощью применения систем оценки эффективности систем ERM. Так как основной целью корпоративного риск-менеджмента является сохранение и преумножение благосостояния собственников и стейкхолдеров, то в первую очередь возникает вопрос о снижении уровня неопределенности развития бизнеса в современных условиях. Решить этот вопрос можно при помощи исследования влияния ключевых показателей эффективности ERM на ставку дисконтирования компании.

Несмотря на то, что существует достаточно представительный перечень стандартов риск менеджмента, носящих рекомендательный характер [Макарова В.А., 2015], компании зачастую строят свою собственную модель риск менеджмента. Модель корпоративного риск-менеджмента зависит от целого ряда факторов, перво-

очередными из которых являются: наличие и доступность квалифицированных специалистов, наличие положительного опыта работы с выбранным для внедрения стандартом, спрос на внедрение определенного стандарта со стороны бирж, банков и инвесторов (например, в соответствии с требованиями американских бирж, компания, эмитирующая акции или облигации и планирующая их размещать в том числе на американском рынке, должна соответствовать требованиям Закона Сорбейниса Оксли в части внутреннего контроля и организовать риск менеджмент в соответствии со стандартом COSO, для размещения на Европейских биржах достаточно применять стандарт ISO, но при обращении на биржи Франции и Италии необходима сертификация внутреннего контроля, в Российской практике нет четкой привязки к конкретному стандарту, но в большинстве случаев компании прибегают к стандартизации по COSO). Поэтому компания, внедряя и модернизируя риск менеджмент, надеется не только снизить существующие риски и повысить свою устойчивость в условиях неопределенности, но и получить дополнительные бонусы в виде добавленной стоимости, приносимой в компанию за счет новых форм деятельности.

Помимо этого, инвесторы и стейкхолдеры, заинтересованные в сотрудничестве с выбранной компанией, нуждаются в предоставлении каких либо гарантий того, что неопределенность будущих периодов не отразится негативно на результатах их деятельности. И, если ранее гарантом будущих взаимоотношений выступала финансовая информация о партнере, то теперь, особенно после событий 2014 и 2015 гг. ее постепенно заменяет информация о менеджеральных способностях компании в условиях неопределенности. Риск менеджмент, в таком случае, наравне с комплаенсом занимает не последнюю роль. Данные тенденции отразилась в практической организации риск менеджмента. В последний стандарт в этой области [ISO 31000:2009] заложен экономический характер риск менеджмента, тогда как в более ранних стандартах в трактовку вероятности наступления рисков



и предложенных методах управления ими был заложен математический смысл.

В настоящий момент корпоративный риск менеджмент представлен достаточно разнообразными по характеру видами деятельности по сравнению с теми мероприятиями, которые применялись на ранних стадиях внедрения ERM в работу компании.

Измерить добавленную стоимость риск менеджмента, на наш взгляд, более целесообразно с позиции измерения эффективности систем ERM и ее соотношения с инвестиционной привлекательностью бизнеса.

Анализ литературы в области теории и практики корпоративного риск менеджмента показал, что существуют несколько подходов к определению эффективности,<sup>1</sup> наиболее распространенными из которых являются:

- затратный подход к оценке эффективности [Barton T., Shenkir W., Walker P., 2011];

- операционный подход к оценке эффективности [Mamedova 2012, Minsky S 2012];

- стоимостной подход к оценке эффективности [Badalova A 2011, Jaspal S, 2014, Damodaran A. 2010];

- оценка соответствия существующей системы управления рисками лучшим мировым практикам [Эксперт РА, S&P];

- рыночный подход к оценке эффективности [Smithson C., Simkins B. 2005].

Все это подходы в той или иной степени косвенно отражают надежность, доходность и устойчивость бизнеса. В рамках настоящего исследования нами будет использован показатель, наиболее конкретно отражающий ожидания инвесторов и стейкхолдеров в отношении действующей в компании системы риск-менеджмент – рейтинг рыночной оценки эффективности корпоративного риск-менеджмента рассчитанный косвенным методом.

---

<sup>1</sup> Подробный анализ подходов представлен в статьях Макаровой В.А. Анализ и оценка экономической эффективности риск-менеджмента //Эффективное антикризисное управление. 2015. № 3. С. 72-83. и 28) Эффективность риск-менеджмента: оценка и ее влияние на инвестиционную привлекательность бизнеса// Управление финансовыми рисками. 2015. № 04(44). С. 270-287.

### *Историческая справка.*

До 90-ых годов риск-менеджмент реализовывался только на уровне ключевых фигур, оперирующих с конкретным видом рисков: портфельные менеджеры, трейдеры, чуть позже - стал составной частью стратегического управления компанией и чуть позже трансформировался в программу управления рисками, в которой каждый из видов управлялся отдельно.

Ситуация изменилась в 2004 году, когда рамках стандарта COSO был представлен новый подход к управлению рисками «Сверху-вниз», заключающий в вовлечении всех отделов в процесс управления рисками. Данный подход позволил достичь соизмеримости в оценках рисков разных категорий и основной целью его являлась интеграция всех элементов управления рисками в отдельную систему sources [Baxter R., Bedard J. C, Rani Hoitash R., Yezegel A., 2013].

Современный риск менеджмент отличен своими возможностями по усилению возможностей компании в области планирования и стратегического управления, в том числе за счет риск-менеджмента (Power, 2007) и заключается в создании культуры управления рисками в целом на уровне организации. Иными функциями ERM являются:

- разработка программы мер по ликвидации последствий рискованных ситуаций;
- разработка механизмов выживания бизнеса;
- природоохранные цели предприятия;
- снижение цены управления риском;
- сохранение успеха предприятия;
- создание системы страхования;
- прогнозирование развития предприятия с учетом возможных изменений в рыночных условиях.

Современный ERM включает в себя набор требований, таких как:

- Постоянное совершенствование системы управления рисками (риск на основе KPI, годовой отчет и пересмотр).

- Управление рисками при принятии любых решений (например, при распределении капитала, утверждение проектов, реструктуризации и изменений в стратегии).

- Непрерывная связь (частые внешние и внутренние отчеты, двусторонний процесс).

- Полное внедрение управления рисками в структуру управления (отражением "неопределенности" в качестве термина управления рисками в политике развития организации).

Однако, по мнению некоторых исследователей, дальнейшее развитие ERM требует дополнительного внимания к таким основным компонентам управления рисками, как:

- анализ временных рядов, анализ динамики глобальных факторов риска;

- диверсификация портфеля, иммунизация, секьюритизация и хеджирование, в том числе в отношении портфелей бизнес-процессов.

- принимая во внимание внешние статистики;

- оценка эффективности управления рисками на основе управления рисками созданной стоимости;

- ERM и гармонизация стандартов устойчивого развития.

Понятие «эффективности» корпоративного риск-менеджмента.

Определение эффективности ERM в работах разных авторов и школ достаточно разнопланово и очень сильно отличается друг от друга.

Ранние исследования в области корпоративного риск менеджмента были посвящены контрольным механизмам управления и в работах ряда авторов [Bushman, Smith, 2001; Zimmerman , 2001; Larcker, Richardson, and Tuna, 2007; Davila and Foster 2005, 2007; Ittner and Larcker, 2003] эффективность риск менеджмента исследована применительно к процессам распределения и потребления экономических ресурсов.

Затратный и экономический подход к эффективности представлен в работах Hilson D. Murray-Webster R.(2005) и Артамонова А. (2003), где эффективность риск

менеджмента трактуется как «превышение результатов управления рисками над затратами в процессе».

Организационный подход система оценки качества принимаемых менеджментом решений представлена в работах Mamedova A., (2002); Basova M., Michelsky A.,(2011); Jaspal S., (2011); Merna T, Al-Thani F., (2008), при этом термин «эффективность» заменена неэкономическим термином «успешность»

Эффективность как добавленная стоимость представлена в работах Badalova Panteleev, (2010); Ingley C., van der Walt, (2008); Damodaran A. (2007); Smithson C., Simkins B., (2005); Hoyt R., Liebenberg A., (2005).

Качественная оценка эффективности ERM более распространена в экономической литературе [Miller D.,1992; Otley D. 1999; Chapman C., Ward S., 2004; Stepanov V., 2010] и подразумевает под собой хорошо организованный процесс взаимодействия риск-менеджеров, высшего менеджмента и владельцев риска.

Наш подход к определению базируется на подходах следующих авторов: MacDonald Ch. (2011), Skokov R. (2012), Smithson C., Simkins B. (2005), Segal S. (2011), Katzenbach J., Smith D. (2013), COSO (2004), Andersen T. (2008) и заключается в трактовке эффективности как «результат деятельности, в процессе которого создана риск-ориентированная культура управления бизнесом, базирующаяся на регулярных превентивных процедурах управления рисками».

С теоретической точки зрения, такой подход к трактовке эффективности позволяет видеть риск-менеджмент стратегическим инструментом управления бизнесом, и демонстрирует потенциал компании в управлении рисками и неопределенностью, с практической - процесс в точности организован в соответствии с рекомендациями и ориентирован на оптимизацию прибыли компании по рискам.

## Глава 4.2. Модель определения ставки дисконтирования с учетом степени эффективности риск менеджмента, определяемой косвенным путем на основе ожиданий стейкхолдеров (Макарова В.А.)

### 4.2.1. Основные допущения модели.

Для целей настоящего исследования необходимо конкретизировать ключевые параметры модели. То есть в качестве фактора исследуемой модели мы принимаем степень эффективности риск менеджмента, определяемую стейкхолдерами компании, а в качестве результата – ставку дисконтирования, используемую инвесторами и стейкхолдерами как базовую ставку при расчете целесообразности потенциального сотрудничества.

Объектом настоящего исследования являются компании нефинансового сектора.

Обоснование выбора ключевых показателей модели

Инвестиционная привлекательность компании обусловлена наличием целого ряда факторов, основными из которых являются следующие: макроэкономические и рыночные условия; производственные и финансовые характеристики компании; стоимость компании; ключевые показатели эффективности бизнеса; качество и принципы корпоративного управления, наличие «free float», страна эмитента, наличие систем управления рисками (ERM), прибыльный (или как минимум безубыточный) период, прозрачность отчетов – то есть те факторы, которые обеспечивают инвестиционный интерес широкого круга инвесторов – то есть инвесторов, не склонных к повышенному риску. Таким образом, ERM определяет долю инвестиционной привлекательности бизнеса. Основная цель нашей работы заключается в определении размера

этой доли (влияние ERM на инвестиционной привлекательности).

В соответствии с концепцией «риск-доходность», те объекты инвестиционного вложения, которые обладают более высокой степенью риска должны давать более высокую доходность. Однако в практической деятельности оценить степень подверженности риску компаниям, не являющимся публичными и не имеющим рыночной оценки коэффициента систематического риска ( $\beta$ ) представляется достаточно сложным. ERM, в свою очередь, является интегрированным инструментом управления рисками компаний, в соответствии с риск аппетитом компании и выработанной стратегией управления, в связи с чем несовершенства в управлении риском должны быть сглажены за счет более высокой доходности, предлагаемой стратегическим инвесторам и партнерам в качестве инструмента, повышающего привлекательность участия в проекте. Особенно в тех случаях, когда риск аппетит стейкхолдера не соответствует уровню рискованности проекта. Иными словами, эффективность системы корпоративного риск менеджмента должна быть учтена в расчете ставки дисконтирования при оценке эффективности инвестиционных проектов.

$PV = \sum \frac{CF}{(1+r)^n}$ , где  $r$  - скорректированная на уровень эффективности риск менеджмента ставка дисконтирования

#### **4.2.2. Методы определения ставки дисконтирования**

Как правило, ставка дисконтирования напрямую зависит от основных характеристик инвестиционного проекта, подлежащего анализу, таких как:

- Источники финансирования
- Горизонт планирования
- Период окупаемости

- Длительность проекта и его жизненный цикл
- Уровень рисков проекта

То есть ставка дисконтирования является функцией от этих характеристик и в общем виде формула ставки дисконтирования выглядит следующим образом:

$$RR=f(x_1, x_2, x_3, x_4, \dots), \text{ где}$$

RR – скорректированная ставка дисконтирования;

$x_1, x_2, x_3, x_4, \dots$  - факторы, влияющие на ставку дисконтирования.

Как правило, в качестве базовой ставки дисконтирования выбирается показатель средневзвешенной стоимости капитала, скорректированный на показатели возможного риска, связанного с реализацией конкретного проекта или вложения в определенную компанию и ожидаемого уровня инфляции. В целом, существуют три основных вида определения ставки дисконтирования инвестиционных проектов: модель оценки капитальных активов (САРМ), модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC) и метод кумулятивного построения.

Тогда  $x_1$  – ставка дисконтирования, определяемая одним из выбранных методов;

$x_2, x_3, x_4, \dots$  – премии за риск в зависимости от характера инвестиций

Коэффициенты поправки на риск (см. табл. 4.2) в инвестиционных проектах ранжируются в зависимости от характера инвестиций [Яковлева И.Н., 2009]

Таблица 4.2..

Премии за риск инвестиционных проектов

Размер риска	Характер инвестиций	Премия за риск
Низкий	Замещающие инвестиции (замена мощностей – оборудования, машин более совершенным, требующая более высокой квалификации работников, новых подходов в производстве; строительство новых заводов взамен старых на том же или другом месте). Новые инвестиции (новые мощности для произ-	3–5

	водства и продвижения старых продуктов)	
Средний	Новые инвестиции (новые мощности для производства и продвижения производственных линий, тесно связанных с существующими). Инвестиции в прикладные научно-исследовательские разработки, направляемые на специфические цели	8–10
Высокий	Новые инвестиции (новые мощности для производства и продвижения производственных линий, не связанных с первоначальной деятельностью компании)	13–15
Очень высокий	Инвестиции в фундаментальные научно-исследовательские разработки, цели которых могут быть пока точно не определены, а ожидаемый результат точно не известен	

В нашем случае, эффективность риск-менеджмента определяет размер премии за риск и является комплексным показателем на уровне компании в целом.

#### Определение ставки дисконтирования методом CAPM

Основная формула для расчета выглядит следующим образом:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f), \text{ где}$$

$E(R_i)$  - ожидаемая доходность активов капитала;  $R_f$  - безрисковая процентная ставка (как правило проценты по государственным облигациям);  $\beta_i$  (beta) чувствительность доходности ценной бумаги (портфеля) по отношению к доходности другого портфеля, в роли которого часто выступает среднерыночный портфель.

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}, \text{ где}$$

$E(R_m)$  –ожидаемая доходность рынка;  $E(R_m) - R_f$  – премия за риск всего рынка в целом;  $E(R_i) - R_f$  – премия за риск конкретного актива:  $E(R_i) - R_f = \beta_i(E(R_m) - R_f)$

*Допущения выбранной модели:*



Ожидаемая доходность рынка как правило оценивается посредством средней арифметической по историческим данным портфеля S&P 500.

В качестве безрисковой ставки доходности для определения премии за риск используется, как правило, не текущая безрисковая ставка доходности, а среднее арифметическое исторических безрисковых ставок доходности.

Применение модели CAPM основано на анализе информации фондового рынка — изменений доходности свободно обращающихся акций. Применять ее целесообразно для определения ставки дисконтирования компаний, акции которых котируются на фондовом рынке. При выведении ставки дисконтирования для закрытых компаний необходимо проводить дополнительные корректировки.

Коэффициент бета, используемый в данной модели, представляет собой меру риска каждой конкретной открытой компании и отражают структуру ее капитала, поэтому применение формулы к закрытой компании, имеющей отличную структуру капитала, некорректно. Более того, коэффициент систематического риска не является объектом для управления в системе ERM. Для применения модели CAPM в целях определения ставки дисконтирования принято использовать так называемую безрычажную бету (Unleveraged beta), то есть бету, которую имела бы компания, если бы у нее не было долга.

Формула расчета безрычажной беты, предполагающая 100%-ный собственный капитал в структуре капитала, выглядит следующим образом:

$$\beta_u = \beta_i / (1 + t \cdot w_d / w_e), \text{ где}$$

$\beta_i$  — рычажная бета;  $t$  — налоговая ставка для предприятия;  $w_d$  — доля долга в структуре капитала;  $w_e$  — доля собственного капитала.

Основным недостатком метода CAPM является то, что расчет основан на исторических данных в то время как ставка дисконтирования применяется для оценки будущих денежных потоков. Что касается недостатков безрычажной беты, то необходимо отметить использование беты компаний – аналогов и рыночную стоимость собственного капитала, которая у непубличной компании определяется с большим количеством допущений, а так же то, что принимается в расчет предположение о 100% финансировании за счет собственных средств, что исключает возможность использования для расчетов в отношении компаний с заемным капиталом [Соколов Д., 2012, Fernandez Pablo.,2003].

Определение ставки дисконтирования методом WACC

В общем виде формула средневзвешенной стоимости капитала выглядит следующим образом:

$$WACC = \sum C_i d_i, \text{ где}$$

$C_i$  – цена отдельных элементов капитала;  $d_i$  – доля отдельных элементов капитала в его общей величине.

В аналитических расчетах средневзвешенная стоимость капитала компании определяет стоимость капитала дополнительно привлекаемых средств для финансирования будущих проектов, и, по мере роста доли заемных средств, увеличивается. Связано это, в первую очередь с изменением характера структуры капитала в сторону более рискованного.

Применение модели WACC к непубличным компаниям осложнено тем, что большинство компаний сильно ограничено в возможностях привлечения долгосрочных займов и зачастую прибегают к формам краткосрочного и/или поэтапного финансирования, что непосредственно влияет на результат расчета стоимости капитала.

#### *Метод кумулятивного построения*

Метод кумулятивного построения основан на суммировании безрисковой ставки дохода и надбавок за

риск инвестирования в конкретную компанию. Метод наилучшим образом учитывает все виды рисков инвестиционных вложений, связанных как с факторами общего для отрасли и экономики характера, так и со спецификой оцениваемого предприятия. Расчёты производят по формуле

$$r = r_b + \sum_{i=1}^n R_i, \text{ где}$$

$r$  – ставка дисконтирования;  $r_b$  – базовая (безрисковая или наименее рискованная) ставка;  $R_i$  – премия за  $i$ -вид риска;  $n$  – количество премий за риск.

Основными факторами, определяющими уровень премии за риск, выделяют следующие:

- Ограниченность доступа к капиталу (в закрытых компаниях).
- Малая доля на рынке.
- Качество менеджмента.
- Сильная зависимость от лиц, обладающих ключевыми знаниями.
- Слабая маркетинговая и рекламная политика.
- Ограничение возможности диверсификации по товарам и услугам.
- Низкие возможности получения эффекта на масштабе.
- Сильная зависимость от продавцов и поставщиков.
- Низкое качество учетной информации и т. д.

Кумулятивный метод определения ставки дисконтирования является наиболее предпочтительным, так как премия за риск определяется в каждом конкретном случае отдельно. Основными недостатками метода кумулятивного построения являются: субъективность экспертных оценок в отношении рисков проекта и их интервальное значение (например от 0 до 5), а так же методы определения безрисковой ставки доходности, принятые в оценочной деятельности. В российской практике в каче-

стве возможных безрисковых ставок принято рассматривать следующие инструменты:

- Депозиты Сбербанка РФ и других надежных российских банков;
- Западные финансовые инструменты (государственные облигации развитых стран, LIBOR);
- Ставки по межбанковским кредитам РФ (MIBID, MIBOR, MIACR);
- Ставка рефинансирования ЦБ РФ;
- Государственные облигации РФ.

Такое разнообразие методов и источников информации для расчетов дает безрисковую ставку доходности, определяемую в диапазоне от 2% до 10%, что совершенно неприемлемо для осуществления точных расчетов ставки дисконтирования.

Принимая во внимание существующие методики расчета ставки дисконтирования, а так же результаты исследования отношения стейкхолдеров к оценке эффективности систем корпоративного риск-менеджмента [Макарова В.А. 2015] нами предложен алгоритм определения ставки дисконтирования проектов, учитывающий одновременно и сложившуюся практику управления капиталом анализируемой компании, и уровень ее инвестиционной привлекательности для стейкхолдера, а так же оценку эффективности корпоративного риск менеджмента как показателя интегрального уровня риска бизнеса.

#### **4.2.3. Алгоритм определения величины ставки дисконтирования в зависимости от эффективности риск-менеджмента компании.**

На основе результатов опроса потенциальных инвесторов, менеджмента компаний, существующих акционеров и прочих заинтересованных лиц в отношении факторов, демонстрирующих эффективность корпоративного риск менеджмента компании на основе критерия согласованности экспертного мнения были выделены следу-

ющие наиболее значимые показатели эффективного управления рисками (см. табл. 4.3 и 4.4).

Таблица 4.3.

Показатели эффективного корпоративного риск менеджмента

Показатели	Количество ответов	Среднее значение	Стандартное отклонение	Min	Max
Диверсифицированная структура поставщиков и покупателей	17	4,71	1,799	2	7
Более высокая рентабельность и оборачиваемость компании, чем в среднем по отрасли	17	4,00	1,528	2	6
WACC ниже, чем в среднем по отрасли	17	3,71	2,138	2	8
Наличие положительной информации в СМИ	17	4,14	1,676	1	6
Коэффициент покрытия процентов больше 1	17	4,29	1,380	3	7
Коэффициент финансовой безопасности компании меньше 3	17	5,86	1,773	4	8
Коэффициент текущей ликвидности больше 1	17	5,57	1,813	3	8
Особое отношение к ключевым рискам	17	4,57	2,370	2	8
Реализация риск-менеджмента строго в соответствии с выбранным стандартом	17	3,14	1,574	1	5

Таблица 4.4.

Согласованность экспертного мнения по критерию конкордации Кендалла

Показатель	Значение
N	17
Коэффициент конкордации Кендалла	0,716
Хи-квадрат	11,055
Число степеней свободы	5
Статистическая значимость	0,050

В результате с учетом распределения ответов респондентов было получено следующее уравнение оценки рейтинга эффективности корпоративного риск менеджмента:

$$R = 0,12 * k_1 + 0,1 * k_2 + 0,11 * k_3 + 0,1 * k_4 + 0,11 * k_5 + 0,14 * k_6 + 0,12 * k_7 + 0,12 * k_8 + 0,08 * k_9, \text{ где:}$$

$R$  – рейтинг эффективности корпоративного риск менеджмента

$k_1$  — диверсифицированная структура поставщиков и покупателей;

$k_2$  — более высокая рентабельность и оборачиваемость компании, чем в среднем по отрасли;

$k_3$  — WACC ниже, чем в среднем по отрасли;

$k_4$  — наличие положительной информации в СМИ;

$k_5$  — коэффициент покрытия процентов больше 1;

$k_6$  — коэффициент финансовой безопасности компании меньше 3;

$k_7$  — коэффициент текущей ликвидности больше 1;

$k_8$  — особое отношение к ключевым рискам;

$k_9$  — реализация риск-менеджмента строго в соответствии с выбранным стандартом.

Методика расчета выбранных показателей представлена в таблице 4.5. Веса критериев распределены в соответствии с предпочтениями респондентов.

Особенностью полученного уравнения является то, что респонденты обладали достаточно широкими представлениями о системах корпоративного риск менеджмента и оценка эффективности корпоративного риск менеджмента была осуществлена с позиции внешнего эксперта. Так как методология риск менеджмента не подлежит обязательному раскрытию информации, то оценка экспертов охватила две взаимосвязанные области анализа: оценку эффективности систем ERM и инвестиционную привлекательность компании с определенной системой корпоративного риск менеджмента, то есть косвенные признаки эффективности риск менеджмента. Исходя из определения эффективности корпоративного риск менеджмента можно сделать вывод, что восприятие стейкхолдерами эффективности внедренных систем управле-

ния рисками на 30% обусловлено непосредственно процессами и процедурами управления рисками, и на 70% - методами риск менеджмента, обуславливающие повышение инвестиционной привлекательности анализируемого бизнеса<sup>1</sup>.

Иными словами, 30% премии за риск определяется за счет несовершенства существующей системы управления рисками, а 70% обусловлено тем, что компания принимает на себя дополнительный риск и управляет им в целях обеспечить больший доход на вложенный капитал.

Тогда в соответствии с предложенной логикой формирования премии за риск, ставка дисконтирования будет определяться как функция от следующих переменных: сложившаяся историческая ставка доходности при допустимом для собственников уровне риска, принимаемая, премия за эффективность риск менеджмента, премия за риск менеджмент в отношении инвестиционной привлекательности:  $RR=f(R_f; R_{Pef}, R_{Patt})$ .

Таким образом, в качестве ставки дисконтирования в целях оценки эффективности перспектив сотрудничества стейкхолдеров с выбранной компанией на наш взгляд наиболее целесообразно использовать показатель средневзвешенной стоимости капитала компании, откорректированный на показатель эффективности системы корпоративного риск менеджмента компании, рассчитанный в соответствии с ожиданиями стейкхолдеров.

---

<sup>1</sup> Данное наблюдение подтверждается исследованиями в области ERM и стоимости заемного капитала, осуществляемого S&P и ООО «ЗЕБ/РОЛЬФЕС.ШИРЕНБЕК.АССОШИЭЙТС» в России, которые свидетельствуют о том, что «удельный вес управления рисками в средней величине процентной ставки по новым эмиссиям корпоративных облигаций зависит исключительно от отрасли. Если речь идет о страховой компании, то это все 100%, если о компании по управлению активами, то до 80%, если о торговце, хранителе или регистраторе, то 10-15%, если о промышленности, тогда примерно треть оценки» [С. Рагулина, 2010]

Таблица 4.5.

## Методика расчета целевых критериев рейтинга:

№	Показатель	Метод расчета или как определить	Что демонстрирует
k <sub>1</sub>	HHI;	Herfindahl – Hirschman index; $HHI = \sum_{i=1}^n S_i^2$ , where S <sub>i</sub> - share of the customer	Диверсификацию структуры поставщиков
k <sub>2</sub>	I <sub>ROS</sub>	$ROS_{company} / ROS_{industry}$ (ROS=Return On Sales) ROS =net income/sales	Превышение рентабельности исследуемой компании над средней рентабельностью по виду экономической деятельности
k <sub>3</sub>	I <sub>wacc</sub>	$WACC_{industry} / WACC_{company}$	Превышение среднеотраслевого WACC над стоимостью капитала исследуемой компании
k <sub>4</sub>	I <sub>INF</sub>	Анализ средств массовой информации	Наличие анонсов, пресс-релизов или прочей информации
k <sub>5</sub>	ICR	$ICR = EBIT / Annual\ interest\ expences$	Наличие у компании способности выплачивать проценты по ее кредитам
k <sub>6</sub>	FSR	Financial security ratio=Debt/EBITDA	это показатель долговой нагрузки на организации, ее способности погасить имеющиеся обязательства
k <sub>7</sub>	CR	$CR = \frac{CA}{CL}$	Коэффициент текущей ликвидности
k <sub>8</sub>	I <sub>KR</sub>	Анализ средств массовой информации и корпоративной документации	Политика управления риск-менеджментом предусматривает особое отношение к ключевым рискам;
k <sub>9</sub>	I <sub>C</sub>	Анализ средств массовой информации и корпоративной документации	Риск-менеджмент реализуется в строгом соответствии с выбранным стандартом



В качестве ставки дисконтирования целесообразно использовать средневзвешенную стоимость капитала (WACC), который при необходимости может быть скорректирована по показателям возможных рисков, связанных с реализацией конкретного проекта или инвестировать в определенной компании, а также ожидаемый уровень инфляции. В частности, WACC можно скорректировать в соответствии с оценкой эффективности ERM компании по предложенной методологии оценки эффективности ERM заинтересованных сторон.

#### *Практическая реализация предложенной модели*

В процессе анализа были обработаны данные более 100 компаний, так или иначе анонсировавших деятельность по внедрению системы риск-менеджмента в систему корпоративного управления за период 2009-2014 гг., у 22 из которых оказалось достаточно данных для проверки гипотезы и формирования рейтинга эффективности в пределах статистической значимости до и после мероприятий по внедрению или модернизации системы корпоративного риск менеджмента.

Результат расчета ставки дисконтирования на основе предложенного алгоритма представлен в таблице 5. На основе полученных данных можно сказать, что у 35% компаний, осуществлявших мероприятия по внедрению или модернизации риск менеджмента эффективность риск менеджмента снизилась. Малое количество выборки не позволяет сделать подробный статистический анализ причин такого положения, однако стоит отметить, что период в два года после мероприятий достаточно мал для получения результата от реформ корпоративного управления.

Таблица 4.6.

## Расчет ставок дисконтирования российских компаний реального сектора

№	Рейтинг (R)		Значение в рейтинге		Изменения в ранге после мероприятий	WACC		Ставка дисконтирования (WACC*R)	
	Значение до и после мероприятий		До	После		До	После	До	После
1	2,00	1,52	16	1	Улучшился	44%	48%	0,88	0,73
2	1,75	1,54	8	2	Улучшился	14%	15%	0,25	0,24
3	1,61	1,57	3	3	Остался неизменным	12,9%	16,3%	0,21	0,26
4	1,77	1,58	9	4	Улучшился	12,8%	0,1130	0,23	0,18
5	2,00	1,64	15	5	Улучшился	14,1%	0,2820	0,28	0,46
6	1,98	1,68	12	6	Улучшился	11,70%	11,70%	0,23	0,20
7	1,59	1,72	2	7	Ухудшился	27,5%	0,2360	0,44	0,41
8	1,65	1,72	4	8	Ухудшился	0,1450	0,1450	0,24	0,25
9	1,93	1,73	10	9	Улучшился	0,0426	0,0459	0,08	0,08
10	1,96	1,76	11	10	Улучшился	12,70%	12,70%	0,25	0,22
11	1,99	1,93	14	11	Улучшился	0,1397	0,0660	0,28	0,13
12	1,50	1,94	1	12	Ухудшился	12,90%	16,30%	0,19	0,32
13	1,99	2,01	13	13	Остался неизменным	0,1397	0,0660	0,28	0,13
14	2,37	2,03	19	14	Улучшился	0,1400	0,1410	0,33	0,29
15	1,72	2,10	6	15	Ухудшился	0,1450	0,1450	0,25	0,30
16	1,72	2,10	7	16	Ухудшился	0,1450	0,1450	0,25	0,30
17	1,68	2,14	5	17	Ухудшился	0,1630	0,1420	0,27	0,30
18	2,10	2,21	18	18	Остался неизменным	0,0330	0,0450	0,07	0,10
19	2,08	2,34	17	19	Ухудшился	0,0672	0,0934	0,14	0,22
20	2,42	2,34	20	20	Остался неизменным	0,0780	0,0440	0,19	0,10
21	2,67	2,47	21	21	Остался неизменным	0,1630	0,1420	0,44	0,35
22	2,00	1,52	16	1	Улучшился	0,44	0,48	0,88	0,73

Ухудшение ряда показателей вовсе не свидетельствует о негативных результатах ERM. Хотя на первоначальных этапах необходимо отслеживать влияние риск-менеджмента на ключевые результаты деятельности компании и корректировать его по мере выявления проблем. ERM не должен ограничивать потенциал развития компании, а должен способствовать его развитию и снижать негативные проявления.

Далее, у ряда компаний из выборки прослеживается достаточно высокая стоимость капитала компании. Абсолютное большинство таких компаний относятся к государственным. Для таких компаний риск менеджмент оказал существенное значение - рейтинг большинства компаний повысился после мероприятий.

У 22% компаний не наблюдается изменение общего рейтинга риск-менеджмента, однако у большинства из них снизился WACC, что свидетельствует о смещении акцента управления в сторону кредитных рисков. Повышение рейтинга управления рисками наблюдается у 43% компаний, что свидетельствует об эффективности политики управления рисками и достаточности двухгодичного периода для получения результата от проведенных мер.

Полученная в результате предложенной методологии ставка дисконтирования позволяет частично нивелировать последствия шорт-термизма и снизить неопределенность стратегического развития бизнеса за счет того, что смоделирована полностью в соответствии с ожиданиями стейкхолдеров.

Участие ключевых показателей эффективности бизнеса как косвенная мера оценки эффективности риск менеджмента позволяет максимально приблизить ожидания стейкхолдеров в отношении принимаемого уровня риска. Факторный анализ показателей, включенных в рейтинговую оценку, можно использовать как управленческий элемент с целью повышения инвестиционной привлекательности бизнеса.

## Раздел 5. Меры измерения эффективности ERM, почему показатель *discounted cash flow* предпочтителен (Богуславская С.Б.)

Одним из наиболее дискуссионных вопросов оценки эффективности внутрифирменного корпоративного управления является выбор целевого показателя эффективности. В предыдущих главах мы указывали, что не все компании стремятся управлять стоимостными показателями, а используют показатели операционной прибыли или денежных потоков. Ряд авторов, в том числе и S.Sigal (2014) обосновывают необходимость применять показатель приведенной стоимости распределенного денежного потока (*distributable cash flow*). В ряде случаев применяется скорректированная чистая прибыль (*Adjusted Net Income, ANI*). Возможность применения того или иного альтернативного показателя зависит и от типа организации<sup>5</sup>.

В главе 4.1 мы представили обзор основных показателей, которые, по исследованиям KPMG менеджмент выбирает как целевые при управлении рисками. Представим упомянутые выше показатели и возможности их применения для оценки эффективности деятельности компаний.

### Глава 5.1. Стоимостные показатели (Богуславская С.Б.)

#### *Market Value Added (MVA)*

*Market Value Added (MVA)* - показатель добавленной рыночной стоимости. «MVA - самый очевидный критерий создания

---

<sup>5</sup> метод DCF, наиболее распространён для расчёта эффективности деятельности *Master Limited Partnership (MLP)*. *Master Limited Partnership* – это общее партнерство с ограниченной ответственностью или командитное товарищество, которые предлагают относительно высокую дивидендную доходность, устойчивый денежный поток, налоговые льготы и возможности для приумножения капитала. MLP – публично торгуемое партнерство, тип безналоговой компании, который была создан правительством США в 1980-х годах для поощрения инвестиций в некоторых капиталоемких отраслях. Эти предприятия предлагают инвесторам доходность больше, чем они получили бы, владея акциями обычных компаний, которые платят дивиденды – в частности, из-за отсутствия двойного налогообложения – MLPs не платят налог на прибыль до распределения средств между своими пайщиками, его платят только пайщики раз в год, при том что выплаты получают не с прибыли, а с денежного потока и каждый квартал. По специфике отраслей, организации владеют активами с длительным сроком службы, что сказывается на величине амортизации и сроках соответствующей экономии денежных средств. И хотя пайщики обладают меньшими правами, чем акционеры в традиционном понимании, MLPs почти все свободные денежные средства выплачивает в виде распределений (эквивалент дивидендов)

стоимости, рассматривающий в качестве последней рыночную капитализацию и рыночную стоимость долгов компании»[Ивашковская, И. В., Кукина Е. Б., Пенкина И. В. 2010]. MVA рассчитывается как разница между рыночной оценкой капитала и первоначально инвестированным в компанию капиталом:

MVA = Рыночная стоимость долга + рыночная капитализация - совокупный капитал, (следует учитывать, что в балансовую оценку совокупного капитала должны быть внесены поправки для устранения искажений, вызванных методами учета и некоторыми учетными принципами. Данные поправки будут более подробно рассмотрены при описании показателя EVA).

Рассматриваемый показатель (MVA) не отвечает данным требованиям, т.к. на рыночную капитализацию оказывают влияние многие факторы, часть из которых неподконтрольна менеджменту компании. Более того, если результаты работы компании будут оцениваться по данному показателю и мотивационные схемы будут также привязаны к нему, то это может привести к тому, что руководство будет принимать решения, оказывающие краткосрочное влияние на курсовую стоимость акций, но разрушающие стоимость в долгосрочной перспективе (например, программы сокращения затрат за счет масштабного сокращения бюджета научно-исследовательских разработок). Но, как известно, одной из основных целей системы VBM является координация и мотивация принятия решений, ведущих к созданию долгосрочных конкурентных преимуществ, так как стоимость компании определяется суммой будущих денежных потоков. В ответ на данные недостатки возник целый ряд альтернативных показателей стоимости.

«MVA (Market Value Added - добавленная рыночная стоимость). Показатель добавленной рыночной стоимости позволяет определить величину превышения рыночной капитализации компании над стоимостью собственного капитала (представленной в бухгалтерском балансе)»[Ивашковская, И. В., Кукина Е. Б., Пенкина И. В. 2010].

Рыночная капитализация бизнеса представляет собой произведение количества акций предприятия, выпущенных в обращение на их рыночную цену. Ориентация на ту или иную модель может достаточно сильно зависеть от специфики бизнеса, капиталоемкости производства, ситуации в отрасли и прочих факторов.

Сам показатель MVA рассчитывается непосредственно следующим образом:

$$MVA = \text{Рыночная стоимость долга} + \text{рыночная капитализация} - \text{совокупный капитал}$$

Очевидно, что если акции предприятия котируются на фондовой бирже с премией, то MVA - положительный. Обратная ситуация, когда акции котируются со скидкой, тогда показатель добавленной рыночной стоимости является отрицательным.

Высокое значение показателя добавочной рыночной стоимости свидетельствует о том, что компания создала значительную стоимость для акционеров, и инвесторы ожидают от предприятия в будущем значительной прибыли.

*Economic Value Added (EVA) - показатель добавленной экономической стоимости*

«EVA - остаточная прибыль, то есть это та прибыль, которая осталась после платы за капитал. Основная идея показателя заключается в том, что «собственный (акционерный) капитал должен заработать по крайней мере ту же самую норму возврата как схожие инвестиционные риски на рынках капитала» [Гусев А.А , 2000].

В настоящее время в большинстве компаний существует значительное расхождение между балансовой и рыночной стоимостью активов. Увеличение данного разрыва отчасти объясняется тем, что возрастает роль нематериальных активов (интеллектуального капитала, репутации и т. д.). Помимо этого, возникает необходимость учета «теневых» активов (хорошие отношения с поставщиками и клиентами, возможность использования ресурсов влияния и проч.). Их также можно оценивать в качестве эквивалентов капитала (Equity Equivalents). Отсутствие методологии справедливой оценки нематериальных активов и их представления в финансовой отчетности является основной причиной ориентации компаний на современные модели управления корпоративными финансами. По оценкам большинства специалистов, EVA - наиболее универсальный стоимостной показатель эффективности бизнеса. Он может быть рассчитан не только для предприятий, акции которых котируются на рынке, но и для закрытых компаний. В российских условиях это достаточно актуально.

Наверно, из всех существующих показателей, предназначенных для оценки процесса создания стоимости компании, EVA является самым известным и распространенным. Причина этого в том, что данный показатель сочетает простоту расчета и возможность определения стоимости компании, а также позволяет оценивать эффективность как предприятия в целом, так и отдельных подразделений. EVA является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная - о ее снижении.

EVA вычисляется на основании следующей формулы:

$$EVA = NOPAT - K_w * C$$

где NOPAT - чистая операционная прибыль за вычетом налогов, но до выплаты процентов (Net Operating Profits After Taxes);

$K_w$  - средневзвешенная цена капитала (WACC);

$C$  - стоимостная оценка капитала.

Часто анализ, основанный на показателе EVA, рассматривается в качестве альтернативы традиционному NPV-анализу. Это означает, что эффективность какого либо проекта, рассчитанная на основе EVA, должна совпадать с эффективностью, полученной на основе NPV-анализа. Приведем формальное доказательство данного предположения:

$$NPV_j = \sum_{t=1}^n \frac{EBIT_t(1-T) + Depr_t}{(1+WACC)^t} - Initial.Investment(II)$$

Выразим первоначальные инвестиции (Initial Investment - II) следующим образом:

$$II = \sum_{t=1}^n \frac{WACC(II)}{(1+WACC)^t} + \frac{II}{(1+WACC)^n}$$

Данное представление первоначальных инвестиций отражает тот факт, что инвестор вложит в проект сумму II, только если данный проект, по крайней мере, покроет стоимость капитала и в конце периода обеспечит возврат вложенных средств.

Тогда:

$$\begin{aligned}
 NPV_j &= \sum_{t=1}^n \frac{EBIT_t(1-T) + Depr_t}{(1+WACC)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{WACC(II)}{(1+WACC)^t} - \frac{II}{(1+WACC)^n} \\
 &= \sum_{t=1}^n \frac{EBIT_t(1-T)}{(1+WACC)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{WACC(II)}{(1+WACC)^t} - \frac{II}{(1+WACC)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{Depr_t}{(1+WACC)^t}
 \end{aligned}$$

Предположим, что настоящая стоимость всей суммы амортизации за все время существования проекта равна приведенной стоимости инвестированного капитала:

$$\frac{II}{(1+WACC)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{Depr_t}{(1+WACC)^t}$$

Напомним, что рентабельность капитала (ROC) определяется по формуле:

$$ROC = \frac{EBIT(1-T)}{Initial\ Investment(II)}$$

Исходя из этого запишем формулу вычисления NPV в следующем виде:

$$NPV_j = \sum_{t=1}^n \frac{ROC * II}{(1+WACC)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{WACC * (II)}{(1+WACC)^t}$$

или

$$NPV_j = \sum_{t=1}^n \frac{(ROC - WACC) * II}{(1+WACC)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

В принципе, EVA идентична категории остаточного дохода (Residual Income - RI), которая была известна в течение многих десятилетий. Важным отличием является то, что при расчете EVA вносятся многочисленные поправки к бухгалтерской отчетности. EVA устраняет существующие в традиционной бухгалтерской отчетности искажения путем внесения более 150 поправок. В основном указанные поправки вносятся для нивелирования общей направленности традиционной бухгалтерской отчетности на интересы кредитора. Приведем наиболее существенные корректировки прибыли и величины капитала:



- капитализированные нематериальные активы. Часть нематериальных активов (например, НИОКР) обеспечивают получение выгод в будущем. «Стоимость таких активов для расчета EVA должна капитализироваться, а не списываться в расходы. Таким образом, величина капитала должна быть скорректирована на величину капитализированных нематериальных активов за вычетом накопленной амортизации. На величину амортизации анализируемого периода должна быть откорректирована величина NOPAT» [Stewart S., 2000]

- отложенные налоги (deferred taxes). Общая сумма отложенных налогов прибавляется к величине капитала. Для расчета величины NOPAT прирост суммы отложенных налогов за рассматриваемый период также прибавляется к сумме прибыли.

- амортизация "гудвилл". При расчете EVA необходимо измерить доход (в денежных эквивалентах), генерируемый средствами, вложенными в предприятие. По этой причине при расчете величины капитала прибавляется накопленная амортизация гудвилл, а при расчете NOPAT - прибавляется амортизация за рассматриваемый период.

- различные резервы (LIFO-резерв, резерв по сомнительной дебиторской задолженности и т.д.). Например, LIFO-резерв показывает разницу между оценкой запасов по методу LIFO и оценкой по методу FIFO. Метод LIFO, как правило, приводит к занижению стоимости товарно-материальных запасов, поэтому сумма такого резерва включается в расчет стоимости капитала. Увеличение суммы резерва за текущий период прибавляется к сумме прибыли для расчета величины NOPAT.

Исходя из приведенной выше формулы расчета показателя EVA, можно сделать выводы о возможных путях улучшения значения данного показателя:

1. Увеличение доходов, генерируемых вложенными средствами. Данный результат может достигаться различными путями - через управление издержками, повышение эффективности бизнес-процессов посредством реинжиниринга и т.д.

2. Путем расширения, т.е. инвестирования средств в проекты, рентабельность которых превышает затраты на капитал, вовлеченный в реализацию такого проекта.

3. Повышение эффективности управления активами - продажа непрофильных, убыточных активов, сокращение сроков оборачиваемости дебиторской задолженности, запасов и т.д.

#### 4. Управление структурой капитала.

«Внедрение модели EVA начинается с анализа и весовой оценки параметров стоимости (маржинальной прибыли, средне-взвешенной стоимости капитала, инвестированного капитала, теневых активов). Именно они определяют значение EVA»<sup>6</sup>. При этом должны учитываться такие факторы, как: отраслевая специфика, фаза жизненного цикла, структура инвестированного капитала, степень капиталоемкости бизнеса, уровень технологической оснащенности и наличие развитой ресурсной базы, политика риск-менеджмента, наличие и степень влияния «теневых» компетенций и т. д. Затем происходит ранжирование объектов управления (цена и качество продукции, объем скидок, степень загруженности используемых ресурсов, политика управления дебиторской и кредиторской задолженностью, налоговая нагрузка и т. д.) по степени их влияния на расчетный показатель EVA. «Для оценки степени влияния того или иного показателя используется весовой анализ - определяется, насколько изменится значение EVA при изменении на 1 процент одного из параметров (при фиксированном значении всех остальных). Далее каждому объекту управления присваивают соответствующие весовые коэффициенты. Для одних направлений бизнеса более сильное влияние может оказывать увеличение темпов и объемов продаж, для других - более эффективное управление активами и снижение текущих операционных издержек и т. д.» [Ampuero M., Goranson J., 1998].

После этого необходимо определить степень влияния каждой из групп менеджеров (топ-менеджмента, операционного менеджмента, функционального менеджмента и проч.) на тот или иной показатель, участвующий в расчете значения EVA. Каждой группе также назначаются соответствующие весовые коэффициенты, как правило, методом экспертной оценки.

Таким образом, мы получили две группы коэффициентов. В первую входят показатели влияния объектов управления на расчетное значение EVA. Во вторую - коэффициенты влияния той или иной группы менеджеров на данные показатели. Исходя из этого, можно рассчитать обобщенные весовые коэффициенты, которые будут отражать степень влияния каждого менеджера на целевое значение EVA.

В заключение разрабатывается политика и механизмы мотивации персонала. Естественно, при этом основное внимание уделяется менеджерам, которые оказывают наибольшее влияние на факторы создания стоимости. Активизация их усилий, направленных на создание положительного тренда параметра EVA, в перспективе приведет к увеличению стоимости бизнеса.

«Основной стратегической задачей менеджмента является увеличение стоимости бизнеса. Поэтому задача эффективного управления EVA сводится к тому, чтобы обеспечить стабильное неотрицательное значения этого показателя»<sup>7</sup>. Его положительная динамика означает, что бизнес компании развивается более эффективно, чем рынок в целом. Следовательно, при росте EVA повышается инвестиционная привлекательность данной компании. И наоборот, если наблюдается устойчивая динамика к снижению показателя EVA, то можно говорить об уменьшении стоимости фирмы и падения к ней интереса внешних инвесторов. Максимизация прироста EVA при эффективном управлении активами сводится к выявлению факторов, позволяющих добиться: роста операционной прибыли (NOPAT); минимизации стоимости используемого капитала при оптимальном соотношении собственных и заемных средств.

К факторам, увеличивающим значение NOPAT, можно отнести: повышение темпов роста реализации; увеличение оборачиваемости активов;

построения эффективного соотношения активов по группам ликвидности; снижение суммарных издержек на производство и реализацию продукции.

Оптимизация структуры капитала и управление его стоимостью происходит по двум направлениям. Первое - привлечение более дешевых заемных средств (но с учетом оптимального соотношения собственного и заемного капитала). Второе - перераспределение финансовых резервов между центрами инвестирования компании, исходя из максимизации прибыли, создаваемой этими центрами.

Еще одним важным аспектом при использовании модели EVA является решение задачи оптимизации соотношения прибыльности (Profitability) или спреда (Spread) и темпов роста бизнеса (Growth Rate). Спред рассчитывается по формуле:

$\text{Spread} = \text{ROCE} - \text{WACC}$ , где  
 ROCE (Rate Of Return On Investors Capital) - рентабельность инвестированного капитала,  
 WACC - средневзвешенная стоимость капитала.

Исходя из анализа существующих статистических данных, был получен усредненный результат (схема 1). Данная матрица позволяет классифицировать компании по степени их привлекательности для внешних инвесторов и рынка в целом, исходя из оценок спреда и темпов роста. Наиболее привлекательными являются компании группы «А». Для них значение спреда превышает 2,5 процента, а темпы роста объемов реализации составляют более 25 процентов в год.

Компании, относящиеся к группам «В» и «С», имеют определенный потенциал (либо по увеличению темпов роста реализации, либо по увеличению прибыльности). Они также могут представлять интерес для внешних инвесторов (в первую очередь - компании группы «С»). Компании группы «D» имеют низкие показатели и, соответственно, низкую инвестиционную привлекательность.

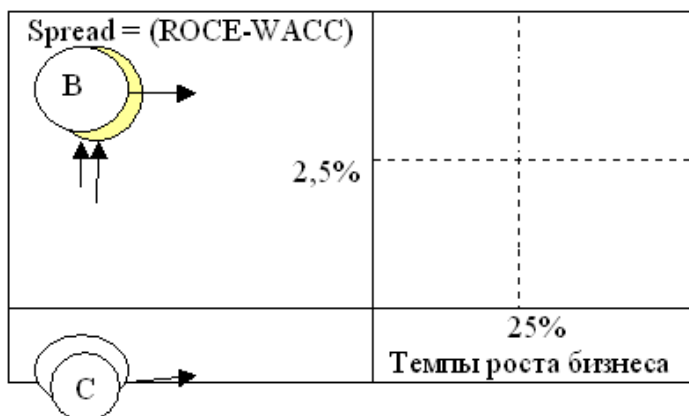


Схема 5.1. Классификация компаний по степени привлекательности на основе показателей спреда и темпов роста

«Между рассматриваемым показателем и показателем MVA существует очевидная взаимосвязь. Так, например, рыночная стоимость, выраженная в показателе MVA, является, по сути, дисконтированной суммой всех будущих EVA» [Pinto T., Machado-Santos C. 2011]. В связи с рассматриваемым показателем закономерно возникает вопрос, который в большинстве случаев авторы обходят стороной: следует ли из увеличения EVA за какой-

либо период, что стоимость фирмы также возрастает? Стоимость компании можно записать как:

Стоимость компании = Инвестированный капитал + дисконтированная EVA от существующих проектов + дисконтированная EVA от будущих инвестиций.

Из приведенной зависимости следует, что увеличение EVA за рассматриваемый период может привести к снижению стоимости компании. Это может произойти по нескольким причинам:

Увеличение EVA в рассматриваемом периоде может быть связано с возрастанием риска, что выразится в будущей стоимости капитала (как собственного, так и заемного). Таким образом, настоящая стоимость всех будущих EVA может уменьшаться, даже при росте EVA в одном из периодов.

Рост данного показателя в каком-либо периоде может быть вызван факторами, имеющими негативные последствия в долгосрочной перспективе. В качестве примера можно привести изменение схемы оплаты труда, снижающее в итоге вознаграждения, получаемые частью сотрудников. В краткосрочной перспективе данное решение может вызвать сокращение затрат и рост прибыли, что отразится в росте показателя EVA. В долгосрочной же перспективе такой подход может привести к оттоку «танталов», что ослабит конкурентные позиции и приведет к снижению будущей EVA.

Таким образом, подход к построению системы VBM на основе показателя EVA не полностью устраняет недостатки и ограничения, обсуждаемые при рассмотрении показателя MVA. С этой точки зрения более привлекательными выглядят показатели, учитывающие будущие денежные потоки.

*Shareholder Value Added (SVA) - показатель акционерной добавленной стоимости*

«В работах Альфреда Рапппорта SVA определяется как приращение между двумя показателями - стоимостью акционерного после некоторой операции и стоимостью того же капитала до этой операции. Часто дается несколько иная трактовка: SVA - это приращение между расчетной стоимостью акционерного капитала (например, методом дисконтированных денежных потоков) и балансовой стоимостью акционерного капитала. Несмотря на существенные различия этих двух подходов между ними есть общее - для определения SVA необходимо определить рыноч-

ную стоимость акционерного капитала. Для этого используются широко известные методы оценки стоимости компании путем дисконтирования денежных потоков» [Осипов, М. А. 2008]. В упрощенном виде данная процедура включает следующие этапы:

1. Определяются потоки денежных средств (это могут быть как потоки всем владельцам капитала, так и только собственникам) в пределах горизонта планирования.

2. Определяется ставка дисконтирования. За последнюю принимается средневзвешенная цена капитала (WACC) в случае учета денежных потоков всем владельцам капитала или стоимость собственного капитала в случае учета денежных потоков, приходящихся на владельцев акционерного капитала. Определяется сумма дисконтированных денежных потоков в пределах горизонта планирования.

3. Определяется продленная стоимость (стоимость завершающего денежного потока - terminal value), т.е. дисконтированная стоимость денежных потоков за пределами горизонта планирования.

4. Определяется суммарная дисконтированная стоимость денежных потоков. Данная величина и принимается в качестве стоимости всего капитала компании (в случае, если в расчет брались денежные потоки всем владельцам капитала) или в качестве стоимости непосредственно акционерного капитала (в случае, если учитывались денежные потоки владельцам акционерного капитала). В первом случае для получения стоимости акционерного капитала необходимо будет определить расчетную стоимость долговых инструментов и вычесть ее из суммарной стоимости компании.

5. В заключение к полученной величине (стоимости акционерного капитала фирмы) применяется ряд корректировок - например, прибавляется стоимость нефункционирующих активов, т.к. предполагается, что оценка приведенных денежных потоков определяет стоимость только функционирующих активов. При этом под нефункционирующими активами понимаются активы, не используемые в основной деятельности (например, денежные средства, превышающие сумму, необходимую для обслуживания текущих потребностей, и предназначенные для поглощения другой компании).

6. Непосредственный расчет SVA:

SVA = расчетная стоимость акционерного капитала (итог пункта 5) - балансовая стоимость акционерного капитала.

**Применение показателя SVA** в рамках оценки эффективности деятельности компании:

- для оценки стоимости компании;
- для оценки эффективности осуществляемых инвестиционных проектов;
- для оценки стратегий (с помощью SVA рассчитывается ожидаемый эффект от внедрения новой стратегии);
- для определения вознаграждений CEO (осуществляется «привязка» вознаграждений менеджеров к конкретным результатам реализации их стратегии).

Основным недостатком данной модели является трудоемкость расчетов и сложности, связанные с прогнозированием денежных потоков.

В силу того, что каждый из рассмотренных показателей имеет свои ограничения и недостатки, ряд авторов предлагают комбинированное использование нескольких показателей при оценке процесса создания стоимости. На наш взгляд, такой подход не будет оптимальным, т.к. эффективность системы может быть достигнута при подчинении всех значимых управленческих решений единой цели, что предполагает наличие единого критерия, на основе которого строится и оценка эффективности, и система мотивации. Поэтому, в каждом конкретном случае менеджмент предприятия должен выбрать соответствующий стоимостной показатель исходя из соображений оперативности, выгод и затрат, связанных с получением информации, необходимой для его расчета.

## **Глава 5.2. Альтернативные показатели измерения результативности риск-менеджмента (Богуславская С.Б.)**

### **Денежный поток (CF)**

Прежде чем использовать денежный поток в качестве показателя эффективности деятельности, необходимо определиться с тем, что именно может быть представлено под этим названием и в каких случаях его применение будет более обосновано, чем расчёт дохода и связанных с ним индикаторов.

Наиболее широкое определение CF – это общее увеличение денежных средств за год или квартал – итоговая

цифра отчета о движении денежных средств, складывающаяся из чистых денежных потоков от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности компании. При чётком понимании источников формирования денежного потока, это значение не позволяет в полной мере судить об эффективности работы компании.

Под денежным потоком часто понимают денежные средства от операционной деятельности, часть из которых может потребоваться на замену изношенного оборудования и другие нужды компании – то есть значение, указываемое в отчёте о движении денежных средств необходимо скорректировать на соответствующие величины.

Также под этим названием может подразумеваться скорректированный на соответствующие суммы чистый доход – этот показатель рассмотрен ниже. Важную роль здесь будет играть амортизация – величина начисляемая, но не требующая сопоставимого расходования денежных средств, кроме случаев необходимых вложений из-за реального износа активов.

Использование величины CF будет обосновано для ограниченного ряда случаев. В частности, прогноз генерируемого денежного потока используется при анализе компании перед покупкой (продажей). При этом, как правило, ориентируются на прогноз всех генерируемых денежных потоков в будущем, а не свободных денежных средств, которые могли бы быть при необходимости выведены из бизнеса.

Если фактически активы не изнашиваются, то использование денежного потока может быть более показательным в качестве измерителя экономической эффективности, чем чистый доход. В случае значительного износа активов амортизация является реальным расходом – это характерно для многих капиталоемких отраслей. При этом учитывается как физический, так и моральный износ. В этом случае использование рассматриваемого показателя мало эффективно. В случае, когда активы не требуют замены длительное время, суммы начисленной амортизации можно считать «дополнительным доходом», так как суммы, не подлежащие уплате, организация может использовать для текущей деятельности и дальнейшего развития бизнеса.

*При этом необходимо учитывать особенности анализируемой области – например, в недвижимости – старые*



здания не могут быть эквивалентны по ценности новым, несмотря на то, что амортизация не выплачивается. Но, с другой стороны, их стоимость может определяться ещё целым рядом факторов – расположение и т.д. Соответственно, денежный поток для компаний, занимающихся недвижимостью, является более показательным, чем чистая прибыль. И не смотря на то, что состояние здания ухудшается, амортизация отсрочена на достаточно много лет, что уже даёт дополнительную выгоду. Для того, чтобы результаты оценки были ближе к реальной стоимости, определенный процент бухгалтерской амортизации может быть добавлен к чистой прибыли.

Похожая ситуация и с отложенными налогами – на время отсрочки эти деньги дают дополнительные возможности для работы компании, хотя раньше или позже необходимо будет выплатить полную сумму. Учитывая, что законодательных требований к отчётности по отложенным налогам нет, реальные сроки отсрочки редко указаны в отчётах, что затрудняет анализ.

В целом операционный денежный поток мало используется в качестве замены чистого дохода. Особенно это верно для отраслей со значимыми амортизационными отчислениями. При ориентации именно на денежный поток, необходимо понимание, какая часть денег идёт на капитальные инвестиции для дальнейшего роста и развития бизнеса, в отдельности от средств на поддержание текущих операций. Операционный денежный поток, уменьшенный на сумму, необходимую для поддержки текущей деятельности, более известный как свободный денежный поток (free cash flow, FCF), может быть как раз разумной заменой чистого дохода. Одна из разновидностей этого показателя будет рассмотрена ниже.

### **Скорректированная чистая прибыль (ANI)**

Скорректированная чистая прибыль – отчётная прибыль или убыток компании, измененная на величину доходов и расходов, не являющихся постоянными для деятельности организации, что позволяет получить прогноз её более-менее стабильной величины. Особенно актуален показатель при покупке предприятия, когда потенциальные покупатели определяют его ценность в качестве приобретаемого актива.

Ряд возможных корректировок представлен в таблице 5.1.



Таблица 5.1.

**Корректировки отчетности для расчета скорректированной чистой прибыли**

<b>Дополнительные расходы на обслуживание</b>	В случае, если активы компании содержались и обслуживались ненадлежащим образом, потребуются дополнительные расходы для стабильной работы основных средств
<b>Расходы на выплату процентов</b>	При необходимости погасить существующие задолженности компании после покупки, связанные с этим процентные расходы могут быть добавлены к чистой прибыли.
<b>Личные расходы и уровень заработной платы владельцев</b>	Суммы личных расходов (бонусы, пенсионные выплаты, личные деловые расходы и пр.), уплаченных из средств компании от имени владельцев, добавляются к чистой прибыли С другой стороны, если предыдущий владелец назначал себе зарплату ниже рыночной стоимости, при найме специалиста на рынке чистая прибыль снижается.
<b>Корректировки доходов от продаж</b>	При смене владельцев компании численность клиентов может снизиться – доходы, приносимые ими приведут к снижению чистой прибыли.
<b>Разовые платежи</b>	Прибыль увеличивается на сумму расходов, связанных с судебными издержками, приобретением оборудования и т.д.
<b>Амортизация активов</b>	Суммы амортизации увеличивают доход, <i>как расходы, отнесённые к определённому периоду времени</i>
<b>Отложенные налоговые выплаты (по налогу на прибыль)</b>	В случае предоставления льгот – разница с потенциальной полной выплатой увеличивает доход

Составлено авторами по данным на основе информации [www.accountingtools.com](http://www.accountingtools.com)

Некоторые компании указывают в своих отчётах суммы дохода, скорректированного на разовые события и амортизацию. Часть организаций проводят корректировку на экстраординарные расходы, но оставляют разовые выгоды.

### **Распределяемый денежный поток (DCF)**

Как уже было сказано выше, необходимо выделять среди генерируемого предприятием денежного потока тот, что будет распределяться между инвесторами – именно эта цифра покажет реальную ценность вложений в организацию. С этим связан следующий показатель – распределяемый денежный поток.

Актуален он в частности для компаний, выплачивающих своим акционерам или пайщикам значимую часть денежных доходов в виде дивидендов.

Distributable Cash Flow – распределяемый денежный поток

(DCF). По сути – одна из разновидностей свободного денежного потока. В экономической практике бывают случаи, когда стоимость генерируемого компанией денежного потока, свободного для распределения, ожидаемо и систематически превышает чистый доход. Тем не менее, в GAAP такой термин отсутствует, а компании, как и инвестиционные фонды могут недооценивать потребности в капитальных расходах, поэтому эффективность метода по сравнению с чистой прибылью спорна. Аналогично несколько лет назад, многие компании сосредоточились на EBITDA, а расчёт чистой прибыли по GAAP оказался ближе к реальности.

По существу, DCF – доход от инвестиций за вычетом расходов. Расчёт показателя, изменение его ключевых компонентов, согласование различий между DCF и доходов/расходов для целей финансовой отчётности должны включаться в отчёты для акционеров.

Доходы от инвестиций и расходы для расчёта DCF представлены в таблице 5.2

Таблица 5.2

Расчет Distributable Cash Flow

ДОХОДЫ	РАСХОДЫ
денежные дивиденды от инвестиций в акционерный капитал (за минусом удержанных иностранных налогов)	текущие или ожидаемые операционные и эксплуатационные расходы
доходы, полученные в натуральной форме	расходы кредитного плеча (включая выплату процентов, распределение привилегированных акций и пр.)
<i>проценты по долговым инвестициям (за вычетом амортизационной премии или скидки)</i>	текущие налоги на прибыль, уплаченные с чистого инвестиционного дохода (сверх иностранных налогов). Налоги, полученные с инвестиционных операций, ожидаемые налоговые льготы и отложенные налоги в расчёт не включаются
премии от продажи покрытых кол-опционов (уменьшенные на суммы, выплаченные за оплату возможности возврата денег)	

Составлено авторами по данным на основе информации [www.investorsfriend.com/cashflow-definitions](http://www.investorsfriend.com/cashflow-definitions)

Разница между доходами от инвестиций, используемых в

расчёте DCF и указываемыми в отчётах о прибылях и убытках, заключается в следующем:

- распределение доходов от MLPs и обыкновенных акций допустимо по датам выплаты;

- денежный доход от от MLPs и других инвестиций включается в расчёт показателя, *а не исключается как возврат капитала*

  - учитываются доходы, полученные в натуральном виде;

  - DCF учитывает распределения, связанные с прямыми инвестициями (когда цена покупки снижается в счёт распределения денежных средств);

- при приобретении одновременно нескольких активов, амортизация рассчитывается как от гибридного актива, а не по наиболее изношенному.

- чистые премии по опционам (премии полученные, за вычетом сумм на обратный выкуп) с датой истечения в рамках отчётного финансового квартала, включаются в расчёт DCF, в то время как GAAP признаёт только реализованные или нереализованные прибыли (убытки)

Есть так же разница и в учёте расходов – кроме операционных затрат, раскрытых в отчёте о результатах деятельности компании, расчёт DCF отражает процентные расходы, реализованные и нереализованные прибыли (убытки) от изменения процентных ставок своп, распределения по привилегированным акциям и т.д. С другой стороны, при подсчёте показателя ряд расходов может исключаться. Например, расходы, связанные с приобретением долгосрочных инвестиций; отложенные выплаты по займам; приобретение основных средств (как и прибыль от их продажи) и т.д.

Несмотря на все различия, удобно, когда необходимое значение показателя DCF можно получить, исходя из отчёта о прибылях и убытках (по аналогии с корректируемой чистой прибылью) – например, при корректировке операционного денежного потока из отчёта компании на капитальные вложения (в частности, ремонт и обслуживание основных средств) и расходы, не влекущие за собой движения денежных средств (амортизация, кредитные операции, неоплаченные счета и пр). При этом операционный денежный поток необходимо также «очистить» от поступлений по прекращённой или

приостановленной деятельности. Важно не забывать и о части денежного потока, оставляемого компанией на оперативные нужды – как и капитальные вложения, они обеспечивают бесперебойную работу и дальнейшую генерацию денежного потока. При этом многие MLPs публикуют распределяемый денежный поток прямо в верхней части пресс-релиза квартальных и годовых отчётов.

Данный показатель важен для анализа MLPs прежде всего по тому, что большинство из этих компаний, в силу рода деятельности, имеют очень высокие амортизационные отчисления. В таком случае показатели, связанные с доходом, такие как, например, P/E, могут не давать адекватной оценки, т.к. неденежные статьи значимо влияют на доход. Один из вариантов – замена дохода в знаменателе на распределяемый денежный поток и анализ показателя P/D(F)CF за последние 12 месяцев [DiLallo M. 2014].

Коэффициент показывает рыночную цену акции, с приходящейся на нее величиной распределяемого денежного потока.

$P/D(F)CF < 20$  условно считается нормой;

$P/D(F)CF < 15$  говорит о том, что у компании остаются деньги, которые она может направить на развитие бизнеса, сокращение задолженности, выплату дивидендов или обратный выкуп акций/долей.

Имеет значение также изменение коэффициента во времени и сравнение со среднеотраслевым значением в долгосрочном периоде, а также учёт стадии развития организации. Новые, быстро растущие в своём секторе организации могут торговаться дороже из-за высоких ожиданий инвесторов, и тогда как давно существующая, дающая стабильный денежный поток компания может быть оценена ниже из-за малых перспектив роста.

## Раздел 6. Спорные вопросы внутрикорпоративного управления.

### Глава 6.1. Меры измерения корпоративного роста (*Татаринцева С.Г.*)

Доминирующей целью компаний может быть корпоративный рост, в рамках которого различают: органический рост (рост на основе внутренней доходности компаний); неорганический рост (расширение через слияния и поглощения, альянсы); финансовый рост (рыночные индикаторы, повышение эффективности инвестиционной политики и рост инвестиционной привлекательности корпорации).

Обобщенная стоимостная оценка экономического роста корпораций, имущественного потенциала и способности бесперебойно осуществлять запланированные объемы производства и реализации продукции, работ и услуг во многом зависит от эффективности формирования и реализации инвестиционной политики корпораций, объективную оценку которой должны обеспечивать комплексные методики. Разработка методического обеспечения предполагает использования в составе методик ряда финансовых показателей и моделей

В практике деятельности корпораций происходит отождествление понятий «оценка эффективности инвестиционной политики» и «оценка эффективности инвестиционных проектов» и, следовательно, сведение оценки эффективности инвестиционной политики в рамках утвержденной инвестиционной программы. Важно использовать определенные методики оценки эффективности инвестиционной политики на основе систем финансовых показателей и экономико-математических моделей обработки массива эмпирических данных, их анализа и корректировки предлагаемой методики с зависимости от состояния внутренней и внешней финансовой среды корпораций.

Количественная оценка эффективности реализации инвестиционной политики, в одном из вариантов, предполагает рассмотрение интересов различных групп стейкхолдеров:

Таблица 6.1

**Оценка эффективности инвестиционной политики организации для различных групп стейкхолдеров**

Участники инвестиционного процесса	Результат и оценка эффективности инвестиционной политики	Ключевой показатель
Акционеры	Фактически полученная и будущая доходность инвестированного капитала	Общая доходность акционерного капитала (TSR)
Кредиторы	Оценка рисков и платежеспособности организации	Показатели платежеспособности и денежного покрытия процентов, долга и капитальных расходов
Инвесторы	Доходность от изменения стоимости капитала	Общая доходность бизнеса (TBR)

Приведенная методика экономической оценки реализации инвестиционной политики позволяет ключевым участникам инвестиционной деятельности (инвесторы, кредиторы и владельцы собственного капитала) оценить уровень эффективности управления инвестиционными ресурсами в данной организации. Недостатки методики связаны с совпадением общекорпоративных ключевых показателей с системой оценочных показателей инвестиционной политики.

Важно сформировать рекомендации по разработке системы обобщающих показателей эффективности процесса формирования и реализации инвестиционной политики для групп компаний, в данном случае, нефтегазового комплекса.

В ходе анализа эффективности деятельности крупных публичных компаний РФ за период 2006-2013гг. были отобраны экономические показатели, наиболее существенно отражающие устойчивую направленность деятельности сектора (таблица 6.2).

Они могут иметь разнонаправленное влияние. Необходим комплексный подход к их рассмотрению в рамках определения интегрального показателя оценки эффективности инвестиционной политики, который позволит сформировать наиболее существенные факторы устойчивого развития компаний на основании их ранжирования.



## Показатели устойчивого роста компаний

Группа показателей	Наименование показателей
Показатели роста	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Темп роста продаж</li> <li>• Темп роста добычи</li> <li>• Темп роста собственного капитала</li> </ul>
Показатели финансовой устойчивости	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Коэффициент независимости</li> <li>• Коэффициенты оборачиваемости</li> <li>• Коэффициент автономии</li> <li>• Коэффициент ликвидности</li> <li>• Показатель денежного покрытия капитальных расходов</li> </ul>
Наиболее значимые показатели	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Показатели рентабельности</li> <li>• Продолжительность финансового цикла</li> <li>• Коэффициент реинвестирования</li> <li>• Эффект финансового рычага</li> </ul>

Учитывая практическую необходимость совершенствования методического обеспечения оценки экономической эффективности инвестиционной политики и инвестиционной привлекательности, как одного из ключевых факторов устойчивого развития, предложены, с использованием современной методологии эконометрического моделирования, следующие последовательно-детализированные варианты отраслевых методик оценки эффективности формирования и реализации инвестиционной политики для компаний нефтегазового сектора:

*Ранговая оценка эффективности реализации инвестиционной политики, определяемая на основании модели эталонного соотношения темпов роста ключевых направлений инвестирования*

Методологическая база предлагаемой ранговой оценки эффективности реализации инвестиционной политики организации основана на использовании метода построения нормативной системы показателей, представляющего собой эталонное соотношение состояния объекта с позиции наилучшего распределения темпов роста характеризующих это состояние показателей с целью дальнейшего ранжирования и сопоставления с принятым нормативным значением.

В качестве показателей, характеризующих инвестиционное развитие организации, предлагается использовать темпы роста

ключевых направлений инвестирования. В рамках формирования стратегии устойчивого развития компаний в качестве эталонного соотношения темпов роста ключевых направлений инвестиционной политики предлагается использовать следующую закономерность:

$$\Delta \text{ НИОКР} > \Delta \text{ ГРР} > \Delta \text{ Н/П} > \Delta \text{ СБЫТ} > \Delta \text{ ПР-ВО} > \Delta \text{ ДЗО} > \Delta \text{ ФИН/ВЛ},$$

где

$\Delta$  НИОКР – темп роста инвестиций в НИОКР;

$\Delta$  ГРР – темп роста капитальных вложений в геологоразведочные работы (ГРР);

$\Delta$ Н/П - темп роста капитальных вложений в нефтепереработку;

$\Delta$ СБЫТ – темп роста капитальных вложений в маркетинг и сбыт;

$\Delta$  ПР-ВО – темп роста производственных инвестиций в целом;

$\Delta$  ДЗО – темп роста инвестирования в консолидацию дочерних компаний;

$\Delta$  ФИН/ВЛ – темп роста финансовых инвестиций.

Представленная выше закономерность иллюстрирует тот факт, что приоритетным направлением инвестирования для компаний нефтегазового сектора должно являться инвестирование в инновационное развитие и повышение технологического уровня компаний.

В процессе осуществления инвестиционной деятельности возможны существенные отклонения от представленной эталонной динамики темпов роста направлений инвестирования даже у самых эффективно развивающихся нефтяных компаний. Для целей определения отклонения фактического и нормативного (от 1 до 7 в нашем случае) рангов показателей используются коэффициенты ранговой корреляции Спирмена (Коткл) и Кенделла (Кинв), которые рассчитываются по следующим формулам:

$$K_{откл} = 1 - \frac{6 \sum_{s=1}^n Y_s^2}{n(n^2 - 1)}, \text{ где}$$

$Y_s$  – разность между фактическим и эталонным рангами для s-го показателя;

n – количество показателей (в нашем примере n=7).

$$K_{инв} = 1 - \frac{4 \sum_{s=1}^n M_s}{n(n - 1)}, \text{ где}$$

$M_s$  – инверсия  $s$ -го показателя (разность между фактическим и эталонным рангами;  $M_s=0$  в случае, если фактический ранг меньше эталонного)

Значение рангового показателя эффективности реализации инвестиционной политики компании (ПЭИП) определяется как среднее геометрическое значений вышеуказанных коэффициентов:

$$\text{ПЭИП} = \frac{(1 + K_{\text{откл}}) * (1 + K_{\text{инв}})}{4} * 100\%$$

Основным преимуществом предложенной ранговой оценки эффективности реализации инвестиционной политики является простота расчетов на основе исходной информации, доступной внешним пользователям, и наглядность представленных результатов, что делает рассматриваемую методику актуальной и действительно полезной для заинтересованных участников инвестиционного процесса.

К достоинствам предлагаемой методики стоит также отнести возможность ее практического применения в случае оттока капитала или отсутствия в определенном году темпов роста по отдельным направлениям инвестирования: в данном периоде отражается нулевой темп роста. А для последующего периода темп роста инвестиций определяется на основании положительного значения инвестиций в году, предшествующего году отсутствия прироста инвестиций.

По результатам анализа максимальных отклонений фактического и эталонного рангов по всем направлениям инвестирования могут быть выявлены резервы оптимизации инвестиционной программы на последующие периоды за счет переориентации части инвестируемого капитала на более приоритетные с точки зрения эталонной динамики направления и, как следствие, повышения эффективности формирования и реализации инвестиционной политики.

Использование предложенных рекомендаций особенно актуально в рамках текущей ценовой конъюнктуры на мировых рынках энергоносителей и введения ограничений для ряда нефтегазовых компаний на доступ к европейским рынкам капитала в связи с антироссийскими санкциями, что безусловно отразится на объемах инвестиционных программ.

Расчет ранговой оценки эффективности инвестиционной политики по анализируемым компаниям представлен в Приложении 5

*Интегральная оценка эффективности инвестиционной политики с использованием комбинаций системы финансовых показателей оценки инвестиционной политики и традиционных моделей оценки устойчивого развития компании*

Методологическая база предлагаемой интегральной оценки эффективности реализации инвестиционной политики основана на использовании метода стандартизации предложенных частных показателей устойчивого роста и расчете с использованием эконометрического аппарата (распределение Минковского, коэффициент вариация) интегрального показателя эффективности инвестиционной политики с целью сравнительной динамики в отраслевых рамках.

На первом этапе на основе информации, опубликованной в открытых источниках, и на базе традиционного подхода к оценке качества корпоративного роста произведен расчет следующих показателей устойчивого развития компаний нефтегазового сектора за период 2006-2013гг. ( Приложение 5):

- коэффициент устойчивого роста (модель Хиггинса), характеризующий темп роста собственного капитала за счет реинвестирования нераспределенной прибыли;
- коэффициент внутреннего роста Хиггинса, характеризующий максимальный темп роста, который компания может достигнуть без внешнего финансирования;
- коэффициент устойчивого роста, характеризующий максимальный темп роста, который компания может поддерживать без увеличения финансового рычага;
- коэффициент приемлемого роста Визванатана, характеризующий возможный темп роста, который компания может поддерживать без внешнего финансирования.

Анализ полученных результатов расчета показал, что способность компании к устойчивому росту напрямую зависит от следующих факторов:

- финансовая политика компании (показатель финансового рычага)

- производственная эффективность (показатель рентабельности продаж)
- дивидендная политика (показатель реинвестирования).
- эффективность использования активов (показатель рентабельности)

На основании вышеуказанных выводов, а также особенностей инвестиционной деятельности нефтегазового сектора возможно осуществить отбор показателей, влияющих на обеспечение устойчивого роста компании, и в совокупности отражающих эффективность инвестиционной политики компаний нефтегазового сектора с позиции удовлетворения интересов различных участников инвестиционного процесса: табл.6.3.

Таблица 6.3.

Частные показатели, влияющие на обеспечение устойчивого роста компаний нефтегазового сектора

Показатель	Характеристика	Формула расчета
Рентабельность инвестиций в основной капитал (C1)	Сопоставляет значение рентабельности капитальных вложений по нефтегазовому сектору и i- компании	$C_1 = \frac{\rho_R \times I_i}{\rho_i \times I_R}$ <p>где <math>\pi_R</math> - прибыль в целом по нефтегазовому сектору,  <math>\pi_i</math> - прибыль i- компании  <math>I_R</math> - инвестиции в основной капитал нефтегазового сектора  <math>I_i</math> - инвестиции в основной капитал i-компании</p>
Общая доходность акционерного капитала (C2)	Характеризует общую доходность акционеров как сумму дивидендной доходности и доходности прироста капитала	$C2 = \frac{Div + (MC1i - MC0i)}{MC0i}$ <p>где Div – дивиденды i-компании  MC1, MC0 - рыночная капитализация i-компании на начало и конец года</p>
Показатель денежного покрытия капитальных расходов (C3)	Характеризует способность организации к финансированию будущего роста за счет операционной деятельности	$C3 = \frac{CFFO_i}{I_i}$ <p>где <math>CFFO_i</math> - денежный поток от операционной деятельности i-компании;  <math>I_i</math> - капитальные расходы i-компании</p>

Показатель	Характеристика	Формула расчета
Рентабельность активов (С4)	Характеризует отдачу от использования всех активов организации, показывает способность организации генерировать прибыль без учета структуры его капитала	$C4 = \frac{\rho_i}{A_i}$ <p>где <math>\rho_i</math> - прибыль i- компании  A - среднегодовая величина суммарных активов i- компании</p>
Коэффициент устойчивого роста (С5)	Характеризует темп роста собственного капитала за счет реинвестирования нераспределенной прибыли	$C5 = \frac{ROE_i * RR_i}{1 - ROE_i * RR_i}$ <p>где <math>ROE_i</math> - рентабельность собственного капитала i- компании  <math>RR_i</math> - коэффициент реинвестирования прибыли i- компании</p>
Коэффициент реинвестирования (С6)	Показывает, какая часть чистой прибыли была вложена в предприятие после выплаты дивидендов	$C6 = \frac{Div}{\pi_i}$ <p>где Div - дивиденды i-компании  <math>\pi_i</math> - прибыль i- компании</p>
Показатели интенсификации нефте - и газодобычи (С7/8)	Позволяет сопоставить динамику роста добычи нефти (газа) по нефтегазовому сектору и по i- компании	$C7/8 = \frac{O1_R}{O1_i} \cdot \frac{O0_i}{O0_R}$ <p>где <math>O1_R</math> - добыча нефти (газа) по отрасли в отчетном году  <math>O1_i</math> - добыча нефти (газа) i- компании в отчетном году  <math>O0_R</math> - добыча нефти (газа) по отрасли в предыдущем году  <math>O0_i</math> - добычи нефти (газа) i- компании в предыдущем году</p>

На втором этапе производят модельные расчеты стандартизированных показателей по трем вариантам набора показателей:

1. Показатели устойчивого роста, в совокупности отражающие эффективность инвестиционной политики компаний нефтегазового сектора (С1-6);
2. Система сбалансированных показателей оценки эффективности управления всеми объектами финансового управления, включая производственную эффективность (С1-8) и традиционные модели оценки устойчивости;

3. Показатели устойчивого роста, в совокупности отражающие эффективность инвестиционной политики (С1-6) компаний нефтегазового компаний с учетом коэффициента устойчивого роста Хиггинса.

Поскольку все анализируемые частные показатели односторонне влияют на интегральный показатель эффективности инвестиционной политики, стандартизированные показатели рассчитывают как отношение частного показателя к его максимальному значению по выборке, приравненному к 1,0.

На третьем этапе, на основании значения стандартизированных частных показателей с использованием эконометрического аппарата выполняется расчет расстояния (мера) Минковского ( $D_i$ ) и интегрального показателя эффективности инвестиционной политики ( $R_i$ ) по следующим формулам:

$$D_i = \left( \sum_{j=1}^n |C_{ij}^{\max} - C_j^*|^r \right)^{\frac{1}{r}} \quad (4)$$

где  $C_{ij}^{\max}$  - максимальное значение  $j$ -го показателя среди  $i$ -компаний,  $C_j^*$  - стандартизированный  $j$ -частный показатель

$$R_i = \frac{1}{D_i}$$

где  $D_i$  - расстояние (мера) Минковского с мерой степенного расстояния ( $r=2$ )

Моделирование интегрального показателя эффективности формирования и реализации инвестиционной политики компаний нефтегазового сектора за период 2006 – 2013 гг. представлено в Приложении 5.

На четвертом этапе с целью равномерности воздействия конкретного частного показателя на интегральный произведем расчет коэффициента вариации. Чем больше значение коэффициента вариации, тем относительно больший разброс и меньшая выравненность исследуемых значений. Следовательно, наиболее эффективной можно считать компанию с наименьшим коэффициентов вариации и наибольшим значением интегрального показателя.

Основное преимущество предложенной интегральной оценки эффективности реализации инвестиционной политики в том, что она позволяет привести к одному виду и сделать вывод

об общей экономической эффективности инвестиционной политики с учетом равномерного влияния по всей совокупности факторов, использованных при моделировании, что делает рассматриваемую методику актуальной и полезной для заинтересованных участников инвестиционного процесса.

Модель эталонной диагностики упорядочивает относительно друг друга темпы роста отдельных показателей, относящихся к различным сферам деятельности нефтяных компаний, таким, как, геологоразведка, добыча, переработка, производство и реализация нефтепродуктов. Настоящая модель может иметь широкое применение: в оценке качества и эффективности управления нефтяными компаниями, в количественном измерении уровня экономического роста, его стабильности и устойчивости, в проведении межкорпоративных сравнений, в разработке мероприятий по повышению уровня экономического роста. В реальных условиях далеко не каждое предприятие может достичь эталонного роста, но может попытаться максимально приблизиться к нему, применяя инструментарий корректирующей эталонной динамики.

## **Глава 6.2. Контроллинг vs ERM (Сацук Т.П.)**

Одним из актуальных направлений современного внутрифирменного менеджмента является контроллинг.

### **6.2.1. Сущность контроллинга**

Сам по себе контроллинг является комплексной системой поддержки управления организацией, направленная на координацию взаимодействия систем менеджмента и контроля их эффективности.

Следует отметить, что, несмотря на достаточно продолжительное существование контроллинга как дефиниции и большой опыт его применения целым рядом компаний, единого мнения относительно целей, содержания и сущности данного явления не существует. Диапазон толкований контроллинга колеблется от трактовки его в качестве аналога управленческого учета до мега-системы управления.



Анализ экономической литературы, посвященной контроллингу, позволил составить следующую классификацию существующих концепций контроллинга (рис. 1).



Рисунок 6.1 –Классификация концепций контроллинга

В соответствии с первой группой концепций, сформированных в 80-х гг. XXв., основная задача контроллинга заключалась в предоставлении и анализе информации, источником которой в первую очередь являлись данные бухгалтерского учета. При этом основное внимание концентрировалось на показателях

успеха в денежном выражении, прежде всего, прибыли предприятия. Так, Р. Манн и Э Майер указывают, что «контроллинг – это управление прибылью, система регулирования, позволяющая фирме получить максимальную для данных условий прибыль» [Манн Р., 1992]. Серьезным недостатком данной концепции является то что информация, поставляемая бухгалтерским учетом, даже усиленная бюджетированием и анализом трендов, не позволяет подняться выше уровня оперативного управления. Очевидно, что для принятия даже среднесрочных решений, не говоря уже о стратегических, необходима принципиально иная информационная система, которая хотя и включает в качестве составной части (заметим, не самой важной) данные бухгалтерского учета, однако основной упор делает на подготовку информационных потоков, позволяющих всесторонне оценить, в частности, состояние и возможности фирмы в настоящее время и в перспективе в увязке с ее рыночным окружением.

Вторая группа концепций, формирование которых пришлось на конец 80-х гг. XXв., в качестве главной задачи контроллинга выделила координацию сбора и обработки информации, а также её подготовку в соответствии с потребностями управления. Так, Т. Райхман видел основную задачу контроллинга в сборе и обработке информации в процессе разработки, координации и контроля над выполнением планов на предприятии. При этом контроллинг должен быть ориентирован на результат с учётом обеспечения ликвидности предприятия [Reichmann T.,1998]. Такой подход к определению контроллинга позволит «уйти вглубь» бизнес-процессов, поскольку наряду с бухгалтерской использовалась информация, источником которой являлись непосредственно хозяйственные структуры предприятия. Рассматривая данную концепцию, некоторые специалисты видят основной ее изъян в возможности переоценки значения контроллинга как инструмента (функции) обеспечения всего информационного поля менеджмента, «поскольку информационные потребности вышестоящих инстанций слишком многоаспектны и слабо специализированы [Пич Г., Шерм Э. 2001].

Концепции, ориентированные на координацию и имеющие наибольшее количество сторонников, основываются, в первую очередь, на различии между системой управления и системой исполнения. Так, утверждается, что «первичная координация исполнения управленческих решений является задачей самой си-

стемы управления. Вторичная координация внутри управленческой системы, разбиваемой на ряд подсистем, относится к контроллингу». В рамках данного подхода выделяются концепция, ориентированная на планирование и контроль, и концепция, ориентированная на управленческую систему в целом.

Третья группа концепций, получивших развитие в 90-х гг., интерпретирует контроллинг как функцию поддержки руководства посредством координации системы управления. При этом первичная координация исполнения управленческих решений является задачей самой системы управления, в то время как вторичная координация внутри управленческой системы относится к задачам контроллинга.

Проведенный анализ экономической литературы позволил выделить также новые подходы к определению сущности контроллинга, трактующие его как функцию управления, осуществляющую координацию и поддержку процессов принятия управленческих решений. Так, Пич Г., Шерм Э. указывают на то, что сущность контроллинга заключается «в *рефлексии решений*, которые касаются других управленческих функций, и *рефлексии* выходящего за пределы той или иной функции и внутрифункционального *согласования этих решений*» [Пич Г., Шерм Э. 2001]. Близкое к данному определению мнение имеют также отечественные экономисты, которые считают, что «контроллинг ориентирован прежде всего на поддержку процессов принятия решений», он должен «обеспечить адаптацию традиционной системы учета на предприятии к информационным потребностям должностных лиц, принимающих решения» [Карминский А.М. др. 1998]. Таким образом, на наш взгляд, в настоящее время можно говорить о появлении в рамках третьей группы концепций нового направления – концепции, ориентированной на координацию и поддержку процесса принятия управленческих решений. Итак, на современном этапе развития в качестве центральной задачи контроллинга рассматривается координация и поддержка процесса управления.

В общем виде этапы процесса управления включают в себя: целеполагание, определение ситуации, распознавание проблемы и осуществление решения.

На основе экономической литературы, посвященной вопросам контроллинга [Майер, Манн, Кнауф В., Фольмут Х., Хан Д., Данилочкина Н.Г., Фалько С.Г.], авторами была исследована

роль контроллинга на каждом этапе осуществления процесса управления (рис. 6.2).



Рис. 6. 2 Роль контроллинга в менеджменте

Таким образом, можно сделать вывод о том, что контроллинг, во-первых, осуществляет информационно-аналитическую, методическую и консультационную поддержку менеджмента на всех этапах процесса управления, а во-вторых, охватывает планирование, учет, контроль и анализ, а также проведение специальных расчетов, в связи с чем может быть представлен как определенная система поддержки управления [Фольмут Х.Й. 1998]. При этом логично предположить, что контроллинг как система поддержки управления является частью самой системы управления, а следовательно, должен преследовать те же цели,

что и сама организация. В развитие сделанного вывода относительно сущности контроллинга как системы поддержки управления возникает необходимость в определении *механизма, структуры и процесса его осуществления*.

### 6.2.2. Механизм контроллинга

*Механизм контроллинга* характеризуется его целью, задачами, функциями и методами.

Исходя из вышеизложенного, в соответствии с современной концепцией в качестве *цели* контроллинга в торговле выделяется поддержка процесса управления торговой организацией.

Под *функцией* в экономике понимается вид деятельности, реализация которого обеспечивает достижение поставленных целей [Коротков Э.М. 1996]. При рассмотрении функций контроллинга в торговле, с нашей точки зрения, следует исходить из его взаимосвязи с функциями управления торговой организацией. Контроллинг корреспондирует в большей степени с такими функциями управления, как планирование и контроль, в то время как организация и мотивация практически полностью остаются в компетенции менеджеров. Методы и инструменты контроллинга отличаются большим разнообразием и их классификация тесно связана со структурой контроллинга, в связи с чем представляется целесообразным определить структуру контроллинга. Сложность и многоаспектность управленческих задач, стоящих перед организациями, в решении которых может и должен принимать участие контроллинг, неизбежно требует его соответствующей структуризации. При формировании структуры контроллинга организации, прежде всего, следует исследовать два взаимосвязанных раздела контроллинга – стратегический и оперативный.

В современной теории менеджмента существует разделение целей организации на две группы: оперативные (краткосрочные) и стратегические (долгосрочные, перспективные). В связи с этим контроллинг как система поддержки менеджмента включает в себя два аспекта: стратегический и оперативный.

Наиболее лаконичное определение сущности стратегического и оперативного контроллинга дано немецким экономистом Э. Майером [1993]:

- «Делать правильное дело» - стратегический контроллинг;
- «Делать дело правильно» - оперативный контроллинг.

Следует отметить, что наряду с оперативным и стратегическим контроллингом имеет место диспозитивный контроллинг, суть которого определяется фразой «что делать, если дело делается неправильно», заключается в регулировании исполнения оперативного плана. *Диспозитивный контроллинг* – это план-фактное сопоставления оперативного плана, выявление отклонений и принятие решений об обратном воздействии на бизнес-процессы, в случае, если выявленные отклонения ставят под сомнение достижение оперативных целей. В процессе диспозитивного контроллинга для достижения оперативных целей предлагаются мероприятия по изменению диспозиции текущего состояния деятельности компании.

Это могут быть решения о срочных рекламных мероприятиях с целью активизации продаж, временном приостановлении закупок сырья с целью сокращения складских запасов, смене поставщиков, избавлении от неликвидов, и любые другие внеплановые мероприятия и перераспределения ресурсов, способные повлиять на улучшение ситуации по достижению оперативных целей.

В то же время, не следует под видом диспозитивного планирования вносить коррективы в оперативные планы. Поэтому, основанием для ревизии оперативного годового плана может быть только ревизия стратегических целей компании и корректировка стратегического плана [Фольмут Х.1998] отмечает, что центральное место в системе оперативного контроллинга занимает управление прибылью, а стратегический контроллинг предполагает поиск, расширение и сохранение потенциала успеха предприятия. При этом предлагаемые им инструменты контроллинга делятся на обеспечивающие решение задач оперативного контроллинга, и способствующие достижению целей стратегического контроллинга.

На основе анализа экономической литературы, посвященной вопросам структуры контроллинга (Майер, Фалько, Данилоч-

кина, Фольмут), выделены и систематизированы основные отличия оперативного и стратегического контроллинга (рис. 6.3).

*Стратегический контроллинг* организации должен обеспечить эффективное использование конкурентных преимуществ фирмы в настоящем, а также создание новых потенциалов успешной деятельности в перспективе. Служба контроллинга оказывает информационную и консультационную поддержку руководству фирмы в процессе постановки стратегических целей, а также осуществляет планирование и контроль в процессе их реализации [Сацук Т.П. 2010].

Основной задачей *оперативного контроллинга* является создание системы эффективного управления достижением текущих целей торговой организации, которые, как правило, выражаются в виде определенного уровня рентабельности и ликвидности организации.

Стратегический контроллинг наиболее полно отвечает целям корпоративного управления и ориентирован на создание стоимости компании. При интеграции служб стратегического контроллинга в организационную модель (см. Глава 3) внутрифирменного управления организацией процессы принятия решений становятся результативнее.



Рис. 6.3. Основные различия оперативного и стратегического контроллинга

При рассмотрении вопросов оперативного контроллинга возникает вероятность забюрократизированности процессов и замораживания потенциальных возможностей бизнеса, поэтому целесообразней рассматривать оперативный контроллинг как вспомогательный механизм разработки процедур управления соответствием задачам, поставленным руководством организации, используемых и вновь создаваемых (внедряемых) организацион-



но-экономических методов риск менеджмента, т.е. методов анализа, оценки и управления рисками [Орлов А.И.. 2014].

Принимая во внимание «техногенный» характер оперативного контроллинга необходимо учитывать, что этот метод является хорошим подспорьем методики формирования KPI на основе выделенных критических факторов успеха(CSF) (см. пп 3.2. настоящей монографии).

Поскольку оперативный контроллинг ориентирован на краткосрочный результат, его инструментарий принципиально отличается от методов стратегического контроллинга. По Майеру, «методы оперативного контроллинга теряют свою силу на линии временного горизонта, а методы стратегического контроллинга начинают действовать по другую сторону временного горизонта» [Майер Э.1993]. Основные методы и инструменты стратегического и оперативного контроллинга, актуальные для организаций, представлены в таблице 6.4.

Таблица 6.4

Методы и инструменты стратегического и оперативного контроллинга

Вид контроллинга	Методы и инструменты
Стратегический	Стратегическое управление затратами; Balanced Scorecard «кривая опыта»; PEST–анализ – анализ социальный, экономических, политических факторов; SWOT-анализ – анализ сильных и слабых сторон, угроз, возможностей; «кривая опыта»; анализ стратегического потенциала; разработка сценариев; «стратегические разрывы»; статические и динамические методы инвестиционных расчетов; анализ конкуренции.
Оперативный	Бюджетирование; ABC-анализ (функционально-стоимостной анализ); XYZ-анализ; CVP-анализ- анализ соотношения «затраты-объем-прибыль»; GAP-анализ отклонений (разрывов); методы оптимизации объемов заказов при закупке; анализ скидков; финансовый анализ показателей деятельности.

В процессе *стратегического учета* служба контроллинга фиксирует фактическое состояние дел посредством сбора, регистрации и обработки информации о факторах внешней и внутренней среды организации, а также о результатах реализации стратегии, если таковая уже принята. В целях сбора необходимой информации служба контроллинга разрабатывает систему раннего обнаружения тенденций и факторов, способных принести при их развитии как выгоду, так и ущерб.

Создаваемая система стратегического учета должна включать в себя внешние и внутренние «индикаторы», которые будут информировать специалистов по контроллингу о возможных кризисных ситуациях внутри организации, а также о тенденциях в экономической, политической, технологической и социальной областях.

Таким образом, при анализе, оценке и управлении рисками необходимо принимать во внимание все многообразие разработанных к настоящему времени подходов, моделей, методов. Особенно это важно при решении задач контроллинга рисков, т.е. при разработке процедур управления соответствием используемых методов и моделей анализа, оценки и управления рисками требованиям руководства компании.

Система подконтрольных показателей дает целостную картину состояния всей экономической системы организации, являясь мощным инструментом оценки сложившейся ситуации. Анализ отклонений позволяет контроллингу выявить те области и сферы деятельности организации, которые в первую очередь нуждаются в целенаправленном управленческом воздействии.

## Заключение

Существенными ограничителями эффективного развития экономики бизнеса и его выхода на траекторию экономического роста являются современное состояние систем корпоративного управления, и, в частности, рисками и внутреннего контроля.

Современная организация процессов управления значительно отстает от потребностей бизнеса и преимущественно ориентированно на краткосрочное решение проблем. В экономической литературе представлено достаточное количество рекомендаций в отношении оценки эффективности принятия тех или иных решений, однако большинство из них не связаны между собой и не предоставляют возможности для проведения сравнительных оценок между разными компаниями для внешнего использования. Одним из наиболее эффективных инструментов, позволяющим проводить сравнительный анализ процессов без корректировок на размер, характер производства, длительность функционирования компании является бенчмаркинг, так как он позволяет проводить оценку компаний независимо от ее внешних характеристик. Однако и бенчмаркинг обладает целым рядом недостатков, основными из которых являются недостаточная объективность при проведении анализа на базе фактических показателей и недостаточная очевидность в случае, если результаты управления в среднем по отрасли неудовлетворительны.

Отдельное внимание стоит уделить проблемам шорт-термизма в экономике.

Современные тенденции в экономике усугубили проблемы шорт-термизма, основными последствиями которых является снижение горизонта планирования развития бизнеса в целом и увеличение ставки дисконтирования крупных и длительных инвестиционных решений. В монографии представлен подробный алгоритм действий по организации систем риск-менеджмента и внутреннего контроля, позволяющий организовать стратегически ориентированное управление и в связи с этим снижать неопределенность будущих денежных потоков фирмы.

Полнота реализации основной целью деятельности компании – рост благосостояния собственников зависит от эффектив-

ности внутренних систем управления рисками. На практике используется большое количество финансовых и стоимостных показателей, позволяющих вычислить стоимостной результат управления. В монографии представлен подробный анализ каждого из показателей эффективности и показана целесообразность его использования применительно к корпоративным системам управления рисками.

## Список источников литературы

1. Allen Sh., Alternative measures of profitability/ Investorsfriend.com, July 6, 2002 (modified November 8, 2002) URL <http://www.investorsfriend.com/cashflow-definitions>
2. Ampuero M., Goranson J., Scott J. Solving the Measurement Puzzle: How EVA and the Balanced Scorecard Fit Together // The Cap Gemini Ernst & Young Center for Business Innovation. Issue 2 "Measuring Business Performance". - 1998. - P. 45–52.
3. Ampuero M., Goranson J., Scott J. Solving the Measurement Puzzle: How EVA and the Balanced Scorecard Fit Together // The Cap Gemini Ernst & Young Center for Business Innovation. Issue 2 "Measuring Business Performance". - 1998. - P. 45–52.
4. Andersen TJ. Effective risk management outcomes: Exploring effects of innovation and capital structure. Journal of Strategy and Management, 2(4), 352-379 p.
5. Barton T., Shenkir W. Walker P. Improving Board Risk Oversight. Through Best Practices. Institute of Internal Auditors Research Foundation. 81 p.
6. Basova M., Michelsky A., Risk Management KPIs: Efficiency Tool or Formality? 2011, URL <<http://www.ermsymposium.org/2011/index.php>>. (дата обращения: 10.07.2014)
7. Baxter R.; Bedard J. C.; Hoitash R.; Yezegel A. (Enterprise Risk Management Program Quality: Determinants, Value Relevance, and the Financial Crisis// Contemporary Accounting Research; Winter 2013, Vol. 30 Issue 4, p. 1264
8. Beasley M., Pagach D., Warr R., Information conveyed in hiring announcements of senior executives overseeing enterprise-wide risk management processes// Journal of Accounting Auditing and Finance, - 2008, - 23, pp. 311.
9. Berle A.A., Means G.C. The modern corporation and private property/ -NY: Harcourt, Brace&World, - 1932
10. Bhasa M.P. Global Corporate Governace: Debates and challenges// Corporate Governance, 2004, V. 4(2), pp.8-9.
11. Bushman R. M., Smith A. J. Financial accounting information and

- corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32 (1–3): 237–333.
12. Carol T., Webb Mark. *The Risk Factor: How to Make Risk Management Work for you in Strategic Planning and Enterprise/-* Harrogate, UK: Take this Books. - 2001.
  13. Chapman C., Ward S. Why risk efficiency is a key aspect of best practice projects// *International Journal of Project Management*. 22(2004) pp - 619–632
  14. COSO ERM – Integrated Framework 2011, URL <http://www.coso.org/-ERM.htm> (дата обращения: 12.08.2014)
  15. Damodaran A. Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications. pp. 5-7.
  16. Damodaran Online: Home page for Aswath Damodaran [Electronic resource]. - Mode of access: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
  17. Davila A., Foster G. Management accounting systems adoption decisions: evidence and performance implications from early-stage/startup companies. *The Accounting Review* 80(4), pp. 1039-1068.
  18. Des Jardins J.R., McCall J.J., *Contemporary Issues in business ethics* (5th ed.)/ Belmont :Wadsworth/Thomson, 2005, pp.6-7
  19. DiLallo M. How to Value MLPs: Price to Distributable Cash Flow. 10.2015
  20. DiMaggio P. J. , Powell W., "The iron cage revisited" institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields// *American Sociological Review*, -1983, V. 48 pp.147-160.
  21. Drobetz W., Schillhofer A. ,Zimmermann H. *Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany* University of Basel;
  22. EVA & Strategy. Stern Stewart & Co. Research, The Americas, 2000.
  23. EVA & Strategy. Stern Stewart & Co. Research, The Americas, 2000.
  24. Fernandez P. Levered and Unlevered beta. CIIF. Working Paper WP no 488 January, 2003. (Rev. May 2006).
  25. Hamaghi D., Zahedi J., Mortazavi R. The evaluation of information content of performance measures in Iran's capital market

- // Interdisciplinary journal of contemporary research in business. - 2012. - №4.
26. Handley-Schachler, M., Juleff, L., Paton, C., Corporate governance in the financial services sector//Corporate Governance, 2007, V. 7(5), pp.623-634.
  27. Hilson D. Murray-Webster R.. Understanding and Managing Risk Attitude. IMLTypographers, Birkenhead, Merseyside and Printed in Great Britain by MPG Books Ltd. Bodmin, Cornwall
  28. Hoyt R., Liebenberg A. The value of enterprise risk management: Evidence from the U.S. insurance industry//University of Georgia. Working paper.
  29. IEC 31010 2009 Risk Management - Risk Assessment Techniques. International Organization for Standardization
  30. Ingley C., Van der Walt Do Board Processes Influence Director and Board Performance // Corporate Governance: An International Review. 2005. Vol. 13. No. 5. P. 632-653.
  31. Ittner, C. D. Larcker D. F.. *F.* Coming up short on nonfinancial performance measurement. Harvard Business Review (November): 88-95. Jaspal S, 2014,
  32. Jaspal S. (2011) *Jaspal S.* Metrics to Measure Risk Management Strategy Effectiveness. Режим доступа <<http://soniajaspal.wordpress.com/>> Дата обращения: 10.07.2014
  33. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // Journ. Financial Econ. - 1976. Oct. p. 305-360.
  34. Kamar, E., Karaca-Mandic P., Talley E., Going Private Decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Cross-Country Analysis, WR-300-2-EMKF, 2008.
  35. Katzenbach J., Smith D. The Wisdom of Teams: Creating the High-Performance Organization. HarperBusiness - 352 pp.Larcker, Richardson, and Tuna, 2007;
  36. Kramer K., Peters R. An interindustry analysis of Economic Value Added as a proxy for Market Value Added // Journal of applied finance. - 2001.
  37. Larcker D.F., Richardson S.A., Tuna A.I. How Important is Corporate Governance?, Philadelphia, PA: University of Pennsylvania
  38. Lee T.A., The evolution of auditing: An analysis of the historical development/ - NY: Garland, - 1988.
  39. MacDonald Ch. Ethics & Economics 3: Efficiency.

- <<http://businessethicsblog.com/2011/07/21/ethics-economics-3-efficiency/>> viewed: 10.12.2014
40. Merna T, Al-Thani F. Corporate Risk Management. Wiley. 440 pp. Miller D., 1992;
  41. Meyer J. W. ,. Rowan B, Institutional organizations: formal structure as myth and ceremony// American Journal of Sociology, - 1977, V.83, pp. 340-363.
  42. Miller D., Friesen P.H.. A longitudinal study of the corporate life cycle// - Management Science. - 1984, - 30 (10), pp. 1161–1183.
  43. Minsky S., How to Measure your Enterprise Risk Management Effectiveness, 2012 URL: <http://www.logicmanager.com/erm-software/2012/01/03/how-to-measure-your-enterprise-risk-management-effectiveness/> (дата обращения: 05.03.2014)
  44. Netter J., Poulsen A., Stegemoller M., The rise of corporate governance in corporate control research//Journal of Corporate Finance, - 2009, 15, pp. 1-9
  45. Otley D., Performance Management: A Framework for Management Control Systems Research
  46. Pablo Fernández EVA and Cash value added do NOT measure shareholder value creation [Electronic resource]. - Mode of access: <http://pruss.narod.ru/EVAandCVA.pdf>
  47. Parvaei A., Farhadi S. The ability of explaining and predicting of Economic Value Added versus Net Income, Residual Income & Free Cash Flow in Tehran Stock Exchange // International journal of economics and finance. - 2013. - №2.
  48. Peterson P., Fabozzi F. Analysis of financial statements. - John Wiley & Sons, Inc., 2006. - 302 p. - ISBN 13 978-0-471-71964-9.
  49. Pinto T., Machado-Santos C. An analysis of correlation between EVA and MVA: the case of a NYSE Euronext Lisbon listed company // Global journal of international business research. - 2011. - №4.
  50. Pinto T., Machado-Santos C. An analysis of correlation between EVA and MVA: the case of a NYSE Euronext Lisbon listed company // Global journal of international business research. - 2011. - №4.
  51. Power, M. Organized uncertainty: Designing a world of risk management, New York: Oxford University Press, 2007
  52. Reichmann T. Controlling mit Kennzahlen. -Munchen:Vahlen Verlag, 1990.-384p.



53. Shimko D. and others. Approaches to Enterprise Risk Management /QFINANCE Key Concepts. - 2013. pp. 260.
54. Sigal S. Corporate Value of Enterprise Risk Management: The Next Step in Business Management. Wiley . pp. 620
55. Slywotzky, Adrian J., Drzik J.. Countering the Biggest Risk of All//Harvard Business Review/ Harvard Business School Publishing. -2005. Apr. P. 78–88.
56. Smithson C., Simkins B. Does Risk Management Add Value? A Survey of the Evidence//Journal of Applied Corporate Finance.— №17 — pp. 8-17.
57. Spira, L.F. Page, M. Risk Management: The Reinvention of Internal Control and the Changing Role of Internal Audit. Accounting//Auditing & Accountability Journal, -2003, V.16, pp.640-661.
58. Stern Stewart & Co. Research EVA & Strategy [Electronic resource]. - Mode of access: [http://www.sternstewart.com.br/publicacoes/pdfs/EVA\\_and\\_strategy.pdf](http://www.sternstewart.com.br/publicacoes/pdfs/EVA_and_strategy.pdf)
59. Talbot J., Jakeman M. How to Performance Benchmark Your Risk Management/ CREATESPACE – 2012. 52 p.
60. The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission-COSO (2004) Enterprise Risk Management – Integrated Framework
61. URL <https://www.fool.com/investing/general/2015/02/08/how-to-value-mlps-price-to-distributable-cash-flow.aspx>
62. Young, David. Economic value added: A primer for European managers // European Management Journal. Vol. 15. - № 4. - P. 335–344.
63. Амзельт, А.Г. Признаки манипулирования прибылью и выручкой. – Журнал «Аудитор», №12 за 2013 год
64. Бадалова А.Г. Пантелеев П.А. Функциональная схема системы стратегического управления риском предприятия авиационно-промышленного комплекса на основе стоимостного подхода // ВЕСТНИК ЮРГТУ (НПИ). – 2011. – №5. –С.21-29.
65. Бадалова А.Г. Управление рисками производственных систем: теория, методология, механизмы реализации. Монография. – М.: «Станкин», «ЯНУС-К», 2006.
66. Блейли р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2012. - 1008 с.

67. Боди, З., Мертон Р. Финансы: Пер. с англ. - М.: Издательский дом «Вильямс», 2014.-118 с.
68. Бычкова, С.М; Итыгилова, Е.Ю. Концепция выявления искажений в финансовой отчетности. Аудиторские ведомости, 2009, п 6. URL: <http://www.lawmix.ru/bux/27377/>
69. Бычкова, С.М; Итыгилова, Е.Ю. Риски искажения учетной информации: выявление в процессе аудита// Аудиторские ведомости, 2010, №12. URL: <http://www.lawmix.ru/bux/476> (дата обращения: 20.02.2014)
70. Вахрушина, М.А. К вопросу о транспарентности финансовой отчетности. URL: <http://www.finotchet.ru/article.html?id=468>(дата обращения: 20.02.2014)
71. Волков, Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. - Санкт-Петербург: Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2008. - 320 с.
72. Гусев А.А. Концепция EVA и оценка эффективности деятельности компании [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://referent.mubint.ru/security/8/3253/1>
73. Гусев А.А. Концепция EVA и оценка эффективности деятельности компании [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://referent.mubint.ru/security/8/3253/>
74. Добавленная рыночная стоимость (MVA) [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://balanced-scorecard.ru/vbm/method/220>
75. Иванова, Л.Б. Кто обязан вести бухгалтерский учет? URL: <http://ppt.ru/news/132782>
76. Ивашковская, И. В., Кукина Е. Б., Пенкина И. В. Экономическая добавленная стоимость. Концепции. Подходы. Инструменты// Корпоративные финансы. № 2 (14) 2010. - 103-108 с.
77. Ивашковская, И. В., Кукина Е. Б., Пенкина И. В. Экономическая добавленная стоимость. Концепции. Подходы. Инструменты// Корпоративные финансы. № 2 (14) 2010. - 103-108 с.
78. Клочков А.К. КРІ и мотивация персонала. Полный сборник практических инструментов/ Эксмо; Москва; 2010, 103 с.
79. Контроллинг в бизнесе: Методол. и практ. основы построения контроллинга в орг. /А.М. Карминский, Н.И. Оленев, А.Г. Примаков, С.Г. Фалько. - М.: Финансы и статистика, 1998.- 252

- с.
80. Корниенко О.Ю., Макарова В.А. Актуальные вопросы оценки эффективности корпоративного риск менеджмента: Монография (2-е издание, дополненное) – СПб., Изд-во Политех. Униерситета, Санкт-Петербург, 2015, 264 с.
  81. Коротков Э.М. Концепция менеджмента: - М.: Инжиниринго – Консалтинговая Компания «ДеКА», 1996. – 304с.
  82. Косорукова И. В. Влияние управления стоимостью бизнеса на его конкурентоспособность // Современная конкуренция. - 2007. - № 2. -23 с
  83. Косорукова И. В. Стоимостно-ориентированный подход к анализу конкурентоспособности бизнеса // Современная конкуренция. - 2 (38). - 2013. - 74–84 с.
  84. Кудина, М. В. Формирование стоимости компании: теоретические и методологические аспекты: автореф. дис... д-ра экон. наук/М. В. Кудина. - М., 2007. - 59 с.
  85. Леевик, Ю. С. Управление финансовым результатом: эмпирическое исследование в России. – Экономика и управление №2/5 (42) 2009.
  86. Майер Э. Контроллинг как система мышления и управления /Э. Майер; Пер. с нем. Ю.Г. Жукова, С.Н. Зайцева; Под ред. С.А. Николаевой. - М.: Финансы и статистика, 1993.- 94 с.
  87. Макарова В. А. Анализ и оценка экономической эффективности риск-менеджмента // Эффективное антикризисное управление. 2015. № 3. С. 72-83.
  88. Макарова В. А. Эффективность риск-менеджмента: оценка и ее влияние на инвестиционную привлекательность бизнеса // Управление финансовыми рисками. 2015. № 04(44). с. 270-287.
  89. Мамедова А. (2012) *Мамедова А.* Риск менеджмент в интернет компании. Режим доступа <[www.uran.donetsk.ua/~masters/2005/fvti/mamedova/library/doc\\_1.htm](http://www.uran.donetsk.ua/~masters/2005/fvti/mamedova/library/doc_1.htm).> Дата обращения: 12.08.2014 Методические материалы по управлению рисками проекта [Электронный ресурс] / А. А. Артамонов. – Электрон, текстовые дан. – СПб, 2003. – Режим доступа: <http://www.proriskman.narod.ru/index.html>
  90. Мамедова А. Риск менеджмент в интернет компании. URL: <[www.uran.donetsk.ua/~masters/2005/fvti/mamedova/library/doc\\_1.htm](http://www.uran.donetsk.ua/~masters/2005/fvti/mamedova/library/doc_1.htm).> (дата обращения: 12.08.2014)
  91. Манн Р. Контроллинг для начинающих /Р. Манн, Э. Майер;

- Пер. с нем. Ю.Г. Жукова; Под ред. и с предисл. В.Б. Ивашкевича. - М.: Финансы и статистика, 1992.- 208 с.
92. Никулин, Е.Д.; Зинченко, А.А. Учётные и неучётные методы управления прибылью компании. – Экономика и управление №5 (115) 2015.
93. Осипов М. А. Современные механизмы управления предприятием и измерения его деятельности // Финансы: Сборник статей. - М.: Компания Спутник +, 2008. - 95-126 с.
94. Осипов, М. А. Современные механизмы управления предприятием и измерения его деятельности // Финансы: Сборник статей. - М.: Компания Спутник +, 2008. - 95-126 с.
95. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2005. - 736 с.
96. Пич Г., Шерм Э. Уточнение содержания контроллинга как функции управления и его поддержки / Пер. с нем. // Проблемы теории и практики управления, 2001.-№3.
97. Потапов А. В., Ткаченко И. Н. Концепция ценностно-ориентированного менеджмента. // Известия УрГЭУ.-5.-(31) – 2010 с.
98. Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Абрамов А.Е., Апевалова Е.А. Дробышев П.Ю. Ильясова Г.У. Мальгинов Г.Н., Трунин П.В., Турунцева М.Ю. Внутренние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы. Отчет по первому этапу исследований (2006/2007 гг.)/ Институт экономики переходного периода, 2008, URL: <http://www.iep.ru/files/text/usaidd/cg-otchet.pdf> (дата обращения: 20.02.2014)
99. Рогов М. «Золотой стандарт» риск-менеджмента//Депозитариум. 2012. № 9. URL: <http://www.rcb.ru/dep/2012-09/> (дата обращения: 20.02.2014)
100. Романов В.С., Кукина Е.Б. Взаимосвязь показателя EVA и стоимости компании // Корпоративные финансы. - 2008. - №8. - 38-57 с.
101. Сардарова, Б.М. Манипулирование финансовой отчетностью — схемы и симптомы, способы выявления. 2009. URL: <http://www.litera.inst-et.ru/admin/pdf/20110221152734file.pdf>
102. Сацук Т.П. Построение системы управления финансами организаций на основе контроллинга//диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук / Санкт-

Петербургский государственный университет экономики и финансов. Санкт-Петербург, 2010

103. Сацук Т.П. Система ключевых показателей результативности в экономике организаций железнодорожного транспорта/ Известия Петербургского университета путей сообщения. 2015. № 1 (42). С. 144-148.
104. Ситник П.Е. Использование показателей экономической прибыли для построения регионального рейтинга российских непубличных компаний // Корпоративные финансы. - 2008. - №8. - 114-121 с.
105. Скобелева И.П., Санжиева Т.В. Адаптация риск-менеджмента к современным концепциям стратегического управления компанией // Современные аспекты экономики. № 4 (188). СПб.: «Инфо-да», 2013.- с.50-55.
106. Скоков Р. Этика эффективности на рынках аддитивных товаров. Вестник Волгоградского государственного университета. Сер 3. Экон. Экол. 2012. №1(20), с. 172-180
107. Соколов Д. Бета-коэффициент для неторгуемой компании. Как использовать компании-аналоги? Режим доступа: [http://p2ib.ru/beta\\_koefficient/](http://p2ib.ru/beta_koefficient/)
108. Степанов В. Анализ рисков: инструменты // "Финансовый директор" № 09/2010. [Stepanov V. (2010) Analiz riskov: instrumenty // "Finansovyy direktor" № 09/2010]
109. Татарина К. Ю. Стоимостно-ориентированное управление компанией или создание стоимостного мышления // Молодой ученый. - 2016. - №7. - 1002-1006 с.
110. Тодоров, В.С. Девальвация в помощь металлам. URL: <http://www.gazeta.ru/business/2014/12/25/6358893.shtml>
111. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: Пер. с англ. - 2-е изд. - М.: Дело, 2003. - 360 с.
112. Фольмут Х.Й. Инструменты контроллинга от А до Я /Х.Й. Фольмут; Пер. с нем под ред. и с предисл. Лукашевича М.Л., Тихоненковой Е.Н. - М.: Финансы и статистика, 1998.- 288 с.
113. Харрингтон Дж. Что может сделать бенчмаркинг для вашей организации (Пер. с англ) [http://www.elitarium.ru/chto\\_mozhet\\_benchmarking/](http://www.elitarium.ru/chto_mozhet_benchmarking/)
114. Черкасова, Е.В; Истомина, В.С. Манипулирование финансовой отчётностью. URL:

- [http://www.amursu.ru/attachments/article/9530/N53\\_26.pdf](http://www.amursu.ru/attachments/article/9530/N53_26.pdf) (дата обращения: 22.02.2014)
115. Чернышова Е.Р. Фальсификация и вуалирование финансовой отчетности URL <http://projects.fa.ru/MMFF2012/data/s1/Chernyshova.pdf>
116. Щербакова О.Н. Применение современных технологий оценки стоимости бизнеса действующей компании // Финансовый менеджмент. - 2003. - №1.
117. Яковлева И.Н. (2008) Как рассчитать ставку дисконтирования и риски для производственного предприятия// Справочник экономиста, №9, 2008. Режим доступа: [http://www.profiz.ru/se/9\\_2008/kak\\_raschitat\\_stavku\\_i\\_ri/](http://www.profiz.ru/se/9_2008/kak_raschitat_stavku_i_ri/)

# Приложения

## Приложение 1.



Рис.1. Модель «Трёх линий защиты»



Рис.2. Функции линий защиты

## Приложение 2.

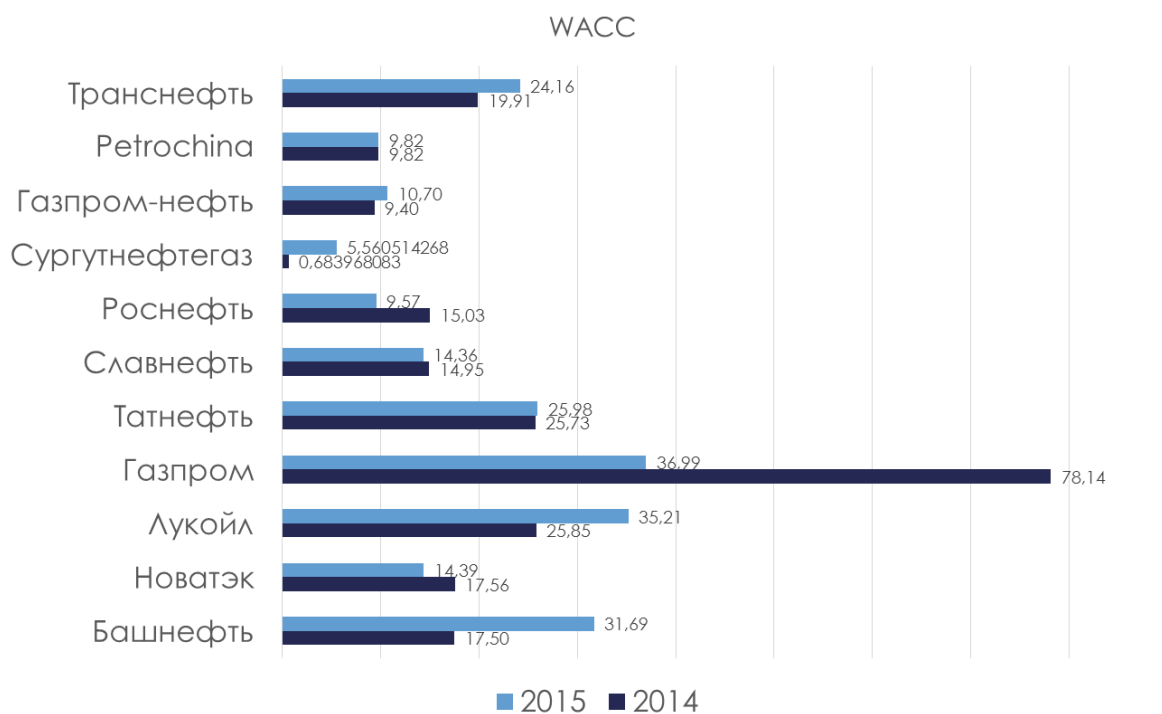


Рис.1. Средневзвешенная стоимость ведущих компаний нефтегазового сектора РФ



### Приложение 3

## Сравнительный анализ Восьмой Директивы ЕС и Закона Сарбейнса – Оксли

Регулируемый аспект	Восьмая Директива ЕС	Закон Сарбейнса – Оксли
Аудиторский комитет	Обязателен для листинговых компаний. Комитет должен быть независимым и иметь в своем составе хотя бы одного финансового эксперта. Назначает или отстраняет аудитора	Помимо этого также требует установления процедур по рассмотрению жалоб и предупреждений, поступающих от работников компании и третьих лиц
Внутренний контроль	Требует представления отчета аудиторской фирмы по ключевым моментам, выявленным в ходе аудита, в особенности в отношении существенных недостатков в системе внутреннего контроля процессов составления финансовой отчетности	Требования более детализированы
Общественный надзор за аудиторами	25 государств – членов Евросоюза обязаны назначать советы по надзору за аудиторами, регистрировать фирмы, устанавливать системы и процедуры для проведения дисциплинарных расследований	Совет по надзору за отчетностью публичных компаний (Public Company Accounting Oversight Board) контролирует аудит публичных компаний, устанавливает стандарты аудита, регистрации фирм, проведения внутреннего контроля, этики и независимости аудиторских фирм
Аудиторская независимость	Устанавливает возможность введения полного запрета на оказание неаудиторских услуг	Запрещает отдельные услуги и требует предварительного разрешения аудиторского комитета на оказание прочих неаудиторских услуг
Периодическая замена (ротация) аудиторских фирм/партнеров	Устанавливает периодическую обязательную ротацию либо аудиторской фирмы (через 7 лет), либо ведущего партнера по аудиту (через 5 лет)	Требует замены ведущего партнера по аудиту и партнера по проведению независимого обзора через каждые 5 лет; не требует ротации аудиторской фирмы
Обязанности аудитора группы	На аудитора группы возлагается полная ответственность за аудит консолидированной отчетности, включая ответственность за работу других аудиторских фирм	Не устанавливает требований

Результаты расчетов показателя М-Бениша для 1ой компании

Индекс	2014	2013	2012	Комментарий
<p>темп роста выручки (индекс роста выручки)  <math>I_1 = V_1/V_0^8</math></p>	1,25	0,98	0,90	Сам по себе рост выручки является, безусловно, хорошим показателем. Однако если рассмотреть процесс в динамике, мы видим, что на протяжении нескольких лет, когда рынок никеля был на взлёте, темп роста выручки был ниже 1 (что означает, что выручка слегка снижалась ежегодно). А в 2014 году, когда начался глобальный кризис в экономике и определённые пертурбации в отрасли, темп роста выручки внезапно резко увеличился. Это может быть симптомом искажения данных.
<p>темп роста доли маржинального дохода в выручке  <math>I_2 = \frac{(B_0 - C_0) / B_0}{(B_1 - C_1) / B_1}</math></p>	0,83	1,13	1,20	Снижение доли маржинального дохода в выручке характеризует падение качества выручки. На фоне резкого роста выручки от продаж снижение доли маржинального дохода является плохим знаком: дает основания предполагать признаки мошенничества в финансовой отчетности. [8]
<p>темп роста качества активов (индекс качества активов)  <math>I_3 = \frac{(A_1 - TA_1 - OC_1) / A_1}{(A_0 - TA_0 - OC_0) / A_0}</math></p>	0,61	0,53	0,73	Качество активов определяется их способностью создавать денежные потоки. Цель данного коэффициента – показать долю внеоборотных активов, не генерирующих денежные потоки. В данном случае компания незна-

<sup>8</sup> В – выручка, С – себестоимость, А – активы, ТА – текущие (оборотные активы), ОС – основные средства. Показатель 1 присваивается отчётному периоду, показатель 0 – базисному периоду.

				чительно увеличивает долю внеоборотных активов в совокупном объеме активов. Но так как одновременно происходит соответствующее увеличение статьи основные средства в балансе, это не вызывает подозрений.
<p>темп роста доли амортизационных расходов в стоимости основных средств</p> $I_4 = \frac{Am_0/OC_0}{Am_1/OC_1}^9$	0,98	0,89	1,07	Доля амортизационных начислений в совокупной первоначальной стоимости основных средств является неизменной величиной, поэтому в нормальных условиях темп роста этого показателя близок к 1. В данном случае относительная стабильность данного индекса говорит об отсутствии фактов вуалирования финансовой отчетности.
<p>коэффициент денежных средств, полученных от текущей деятельности</p> $I_5 = СДО/ЧП$	2,48	5,70	1,59	Чистая прибыль тесно связана с сальдо денежных потоков от текущей операционной деятельности. Несоответствие скорости роста двух строк отчёта является достаточно надежным признаком наличия манипуляций с прибылью: в данном случае прибыль выросла в 4 раза, а сальдо всего на 70%.
<p>индекс дневных продаж в дебиторской задолженности</p> $I_6 = \frac{ДЗ_1/B_1}{ДЗ_0/B_0}$	0,60	0,66	1,07	Индекс необходим для расчёта итогового коэффициента M-Score. Согласно теории Бениша, данный индекс должен быть меньше 1. В данном случае значения индекса соответствуют норме в отчётном периоде, что говорит о вероятном отсутствии следов манипуляции финансовыми данными.
<p>индекс коммерческих и управленческих расходов</p> $I_7 = (КР_1 + УР_1) B_1^{10}$	0,79	0,96	1,08	Индекс необходим для расчёта итогового коэффициента M-Score. Согласно теории Бениша, данный индекс должен быть

<sup>9</sup> Ам – амортизационные отчисления, СДО – сальдо денежных потоков от текущей операционной деятельности, ЧП – чистая прибыль, ДЗ – дебиторская задолженность.

<sup>10</sup> КР – коммерческие расходы, УР – управленческие расходы, ДО – долгосрочные обязательства, КО – краткосрочные обязательства, ΔСОС – изменение собственных оборотных

$(KP_0+UP_0)B_0$				меньше 1. В данном случае значения индекса соответствуют норме, что говорит об отсутствии следов манипуляции данными.
индекс коэффициента финансовой зависимости $I_8 = \frac{(DO_1+KO_1)/A_1}{(DO_0+KO_0)/A_0}$	1,31	1,26	0,94	Согласно теории Бениша, данный индекс должен быть больше 1. Индекс необходим для расчёта итогового коэффициента M-Score. Расчётное значение индекса в отчётном периоде соответствует норме, что свидетельствует об отсутствии искажения данных. Нормальным значением коэффициента финансовой зависимости является 0,5, то есть равное соотношение собственного и заёмного капитала. В данном случае показатели отчётного периода близки к норме (составляют 0,6), показатели базисного периода соответствуют норме (равны 0,5).
начисления к активам $I_9 = (\Delta COC - \Delta DC + \Delta NP + \Delta K\check{C}DK + \Delta M)/A$	0,07	0,09	0,01	Индекс необходим для расчёта итогового коэффициента M-Score. Согласно теории Бениша, данный индекс должен быть меньше 0. В данном случае значения индекса соответствуют норме, что говорит об отсутствии следов манипуляции данными.
M-Score = $-4,48 + I_6 * 0,92 + I_2 * 0,528 + I_3 * 0,404 + I_1 * 0,892 + I_4 * 0,115 - I_7 * 0,172 + I_9 * 4,679 - I_8 * 0,327$	2,92	3,08	2,17	По результатам отчётного года M-Score равен -2,92, что свидетельствует о низкой вероятности применения схем манипулирования данными финансовой отчётности. То же самое можно сказать о базисном периоде. [1]

средств,  $\Delta DC$  – изменение объёма денежных средств,  $\Delta NP$  – изменение задолженности по уплате налога на прибыль,  $\Delta K\check{C}DK$  – изменение краткосрочной части долгосрочных кредитов и займов.

Таблица 2

Расчёты распределения вероятности для 1ой компании

Цифра	Вероятность по закону Бенфорда	Наблюдаемая вероятность			
		1 год	2 год	3 год	4 год
		30,14	27,63	23,33	27,69
1	30,10	30,14	27,63	23,33	27,69
2	17,61	14,38	21,71	16,00	21,54
3	12,49	17,12	18,42	19,33	12,31
4	9,69	10,27	8,55	6,67	8,46
5	7,92	6,16	4,61	4,67	6,92
6	6,69	3,42	9,21	13,33	10,00
7	5,80	4,11	3,95	6,00	5,38
8	5,12	3,42	2,63	4,67	1,54
9	4,58	10,27	3,29	5,33	6,15

Таблица 3

## Результаты расчетов показателя М-Бениша для 2-ой компании

Индекс	2014	2013	2012	Комментарий
темп роста выручки (индекс роста выручки) $I_1 = V_1/V_0$ <sup>11</sup>	1,16	0,90	1,06	Рост выручки является хорошим показателем. Однако, как уже указывалось ранее, он обусловлен преимущественно валютными курсами, что не может быть расценено как достижение компании.
темп роста доли маржинального дохода в выручке $I_2 = \frac{(B_0 - C_0) / B_0}{(B_1 - C_1) / B_1}$	0,68	1,04	1,07	Столь резкое снижение доли маржинального дохода в выручке характеризует падение качества выручки. На фоне роста выручки от продаж снижение доли маржинального дохода является очень плохим знаком: классический признак искажения данных отчётности. [8]
темп роста качества активов (индекс качества активов) $I_3 = \frac{(A_1 - TA_1 - OC_1) / A_1}{(A_0 - TA_0 - OC_0) / A_0}$	0,81	0,98	1,10	Качество активов определяется их способностью создавать денежные потоки. Цель данного коэффициента – показать долю внеоборотных активов, не генерирующих денежные потоки. В данном случае компания незначительно уменьшает долю внеоборотных активов в совокупном объеме активов. По теории Бениша данный коэффициент должен быть менее 1. Но снижение доли внеоборотных активов в составе активов происходит в основном за счёт наращивания свободных денежных средств, что выглядит необоснованно и нерационально.
темп роста доли амортизационных расходов в стоимости основных средств $I_4 = \frac{Am_0}{OC_0}$	1,10	0,75	0,83	Доля амортизационных начислений в совокупной первоначальной стоимости основных средств является неизменной величиной, поэтому в нормальных условиях темп роста этого

<sup>11</sup> В – выручка, С – себестоимость, А – активы, ТА – текущие (оборотные активы), ОС – основные средства. Показатель 1 присваивается отчётному периоду, показатель 0 – базисному периоду.

$Am_1/OC_1$ <sup>12</sup>				показателя близок к 1. Отсутствие стабильности индекса косвенно указывает на возможное искажение данных.
коэффициент денежных средств, полученных от текущей деятельности $I_5 = СДО/ЧП$	- 14,45	-0,37	- 12,57	Чистая прибыль связана с сальдо денежных потоков от текущей операционной деятельности. Несоответствие скорости роста двух строк отчётности является признаком манипуляций с прибылью. Несоответствие налицо, но учитывая, что в данном случае речь об убытках, значения индексов получаются отрицательными, то есть непоказательными.
индекс дневных продаж в дебиторской задолженности $I_6 = \frac{ДЗ_1/B_1}{ДЗ_0/B_0}$	1,31	1,09	1,00	Данный индекс необходим для расчёта итогового коэффициента M-SCORE. Согласно теории Бениша, индекс должен быть меньше 1. В данном случае значения индекса не соответствуют нормативам, что говорит о вероятных манипуляциях с данными.
индекс коммерческих и управленческих расходов $I_7 = \frac{(КР_1+УР_1)B_1}{(КР_0+УР_0)B_0}$ <sup>13</sup>	0,82	1,15	1,06	Индекс необходим для расчёта итогового коэффициента M-SCORE. Согласно теории Бениша, данный индекс должен быть меньше 1. В данном случае значение индекса соответствует норме в отчётном периоде, что говорит об отсутствии следов манипуляции данными. Но в базисном периоде и ранее значения индекса превышали 1, что является тревожным симптомом.
индекс коэффициента финансовой	1,14	1,10	0,95	Согласно теории Бениша, данный индекс должен быть боль-

<sup>12</sup> Ам – амортизационные отчисления, СДО – сальдо денежных потоков от текущей операционной деятельности, ЧП – чистая прибыль, ДЗ – дебиторская задолженность.

<sup>13</sup> КР – коммерческие расходы, УР – управленческие расходы, ДО – долгосрочные обязательства, КО – краткосрочные обязательства, ΔСОС – изменение собственных оборотных средств, ΔДС – изменение объёма денежных средств, ΔНП – изменение задолженности по уплате налога на прибыль, ΔКчДК – изменение краткосрочной части долгосрочных кредитов и займов.

<p>зависимости</p> $I_8 = \frac{(ДО_1 + КО_1) / A_1}{(ДО_0 + КО_0) / A_0}$				<p>ше 1. Индекс необходим для расчёта итогового коэффициента M-SCORE. Индекс соответствует норме.</p> <p>Нормальным значением коэффициента финансовой зависимости является 0,5, то есть равное соотношение собственного и заёмного капитала. В данном случае показатели отчётного периода соответствуют норме (составляют 0,5), показатели базисного периода близки к норме (равны 0,44).</p>
<p>начисления к активам</p> $I_9 = (\Delta СОС - \Delta ДС + \Delta НП + \Delta КЧДК + \Delta Ам) / A$	-0,01	-0,09	-0,08	<p>Индекс необходим для расчёта итогового коэффициента M-SCORE. Согласно теории Бениша, данный индекс должен быть меньше 0. В данном случае значения индекса соответствуют норме, что говорит об отсутствии следов манипуляции данными.</p>
<p>M-SCORE =</p> $-4,48 + I_6 * 0,92 + I_2 * 0,528 + I_3 * 0,404 + I_1 * 0,892 + I_4 * 0,115 - I_7 * 0,172 + I_9 * 4,679 - I_8 * 0,327$	-1,97	-2,60	-2,35	<p>По результатам отчётного года M-SCORE равен -1,97, что свидетельствует о высокой вероятности манипуляций с данными финансовой отчётности. В базисном периоде ситуация обстоит несколько лучше, однако и там показатель далёк от идеала, находится на грани.</p>



Таблица 4

Расчёты распределения вероятности по закону Бенфорда  
для 2ой компании за 4 исследуемых года

Цифра	Вероятность по закону Бенфорда	Наблюдаемая вероятность			
		1 год	2 год	3 год	4 год
1	30,10	22,12	19,55	22,73	21,19
2	17,61	20,19	18,05	21,97	16,10
3	12,49	13,46	15,04	13,64	22,88
4	9,69	13,46	12,03	11,36	14,41
5	7,92	7,69	12,78	8,33	7,63
6	6,69	6,73	5,26	6,82	4,24
7	5,80	2,88	9,02	2,27	0,85
8	5,12	8,65	3,76	3,79	5,93
9	4,58	4,81	4,51	9,09	6,78

Таблица 5

Результаты расчетов показателя М-Бениша для 3-ей компании

Индекс	2014	2013	2012	Комментарий
темп роста выручки (индекс роста выручки) $I_1 = V_1/V_0$ <sup>14</sup>	0,75	0,97	0,95	Падение выручки в отчётном периоде, вероятно, обусловлено кризисом, затронувшем всех основных потребителей продукции предприятия, что значительно сказалось на объёмах производства и продаж.
темп роста доли маржинального дохода в выручке $I_2 = \frac{(B_0 - C_0)}{B_0} / \frac{(B_1 - C_1)}{B_1}$ <sup>15</sup>	0,65	1,05	1,32	Снижение доли маржинального дохода в выручке характеризует падение качества выручки. Но на фоне снижения объёмов выручки от продаж снижение доли маржинального дохода является приемлемым.
темп роста качества активов (индекс ка-	0,85	0,96	1,16	Качество активов определяется их способностью создавать де-

<sup>14</sup> В – выручка.

Показатель 1 присваивается отчётному периоду, показатель 0 – базисному периоду.

<sup>15</sup> С – себестоимость, А – активы, ТА – текущие (оборотные активы), ОС – основные средства, Ам – амортизационные отчисления.

<p>чества активов)  <math display="block">I_3 = \frac{(A_1 - TA_1 - OC_1) / A_1}{(A_0 - TA_0 - OC_0) / A_0}</math></p>				<p>нежные потоки. Цель данного коэффициента – показать долю внеоборотных активов, не генерирующих денежные потоки. В данном случае компания значительно уменьшает долю внеоборотных активов в совокупном объеме активов. По теории Бениша данный коэффициент должен быть менее 1. Но снижение доли внеоборотных активов в составе активов в отчетном периоде происходит в основном за счёт наращивания свободных денежных средств, что выглядит необоснованно и нерационально.</p>
<p>темп роста доли амортизационных расходов в стоимости основных средств  <math display="block">I_4 = \frac{Am_0 / OC_0}{Am_1 / OC_1}</math></p>	0,82	0,94	0,90	<p>Доля амортизационных начислений в совокупной первоначальной стоимости основных средств является неизменной величиной, поэтому в нормальных условиях темп роста этого показателя близок к 1. Отсутствие стабильности индекса косвенно указывает на возможное искажение данных отчетности. Однако колебания данного индекса можно признать незначительными (в пределах 5%).</p>
<p>коэффициент денежных средств, полученных от текущей деятельности  <math display="block">I_5 = СДО/ЧП^{16}</math></p>	-1,52	18,57	2,16	<p>Чистая прибыль связана с сальдо денежных потоков от текущей операционной деятельности. Несоответствие скорости роста двух строк отчетности является признаком манипуляций с прибылью. Несоответствие налицо, но учитывая, что в данном случае речь об убытках, значение индекса отчетного периода получается отрицательным, то есть непоказательным.</p>
индекс дневных	1,11	0,15	7,96	Индекс необходим для расчёта

<sup>16</sup> СДО – сальдо денежных потоков от текущей операционной деятельности, ЧП – чистая прибыль, ДЗ – дебиторская задолженность, КР – коммерческие расходы, УР – управленческие расходы. ДО – долгосрочные обязательства, КО – краткосрочные обязательства.

<p>продаж в дебиторской задолженности</p> $I_6 = \frac{ДЗ_1/B_1}{ДЗ_0/B_0}$				<p>итогового коэффициента M-Score. Согласно теории Бениша, данный индекс должен быть меньше 1. В данном случае значения индекса не соответствуют нормативам, что свидетельствует о возможных манипуляциях с данными.</p>
<p>индекс коммерческих и управленческих расходов</p> $I_7 = \frac{(КР_1+УР_1)B_1}{(КР_0+УР_0)B_0}$	1,05	0,89	1,16	<p>Индекс необходим для расчёта итогового коэффициента M-Score. Согласно теории Бениша, данный индекс должен быть меньше 1. В данном случае значение индекса превышает 1 в отчётном периоде, в то время как в базисном периоде значение индекса соответствует норме. Это является тревожным симптомом и может быть признаком искажения данных.</p>
<p>индекс коэффициента финансовой зависимости</p> $I_8 = \frac{(ДО_1+КО_1)/A_1}{(ДО_0+КО_0)/A_0}$	1,21	0,96	0,89	<p>Согласно теории Бениша, данный индекс должен быть больше 1. Индекс необходим для расчёта итогового коэффициента M-Score. Значение индекса соответствует норме.</p> <p>Нормальным значением коэффициента финансовой зависимости является 0,5, то есть равное соотношение собственного и заёмного капитала. В данном случае показатели отчётного периода близки к норме (составляют 0,6), показатели базисного периода соответствуют норме (равны 0,5). Незначительное превышение заёмного капитала в отчётном периоде явилось следствием ослабления рубля и не является результатом сознательной политики компании. В целом индекс коэффициента финансовой зависимости можно рассматривать как соответствующий норме.</p>
<p>начисления к активам</p>	-0,10	-0,05	-0,12	<p>Индекс необходим для расчёта итогового коэффициента M-Score.</p>

$I_9 = (\Delta\text{СОС} - \Delta\text{ДС} + \Delta\text{НП} + \Delta\text{КчДК} + A_m) / A^{17}$				SCORE. Согласно теории Бениша, данный индекс должен быть меньше 0. В данном случае значения индекса соответствуют норме, что говорит об отсутствии следов манипуляции данными.
M-SCORE = -4,48 + $I_6 * 0,92$ + $I_2 * 0,528$ + $I_3 * 0,404$ + $I_1 * 0,892$ + $I_4 * 0,115$ – $I_7 * 0,172$ + $I_9 * 4,679$ – $I_8 * 0,327$	-3,04	-3,10	3,92	По результатам отчётного периода M-SCORE равен -3,04, что свидетельствует о низкой вероятности манипуляций с данными финансовой отчётности. В базисном периоде ситуация обстоит так же.

Таблица 6

Расчёты распределения вероятности по закону Бенфорда  
для Зей компании за 4 исследуемых года

Цифра	Вероятность по закону Бенфорда	Наблюдаемая вероятность			
		1 год	2 год	3 год	4 год
1	30,10	30,22	31,47	25,32	28,06
2	17,61	15,11	20,98	24,03	12,23
3	12,49	11,51	14,69	11,69	10,79
4	9,69	15,83	9,09	9,09	8,63
5	7,92	6,47	3,50	9,09	14,39
6	6,69	4,32	9,79	7,14	7,19
7	5,80	4,32	1,40	4,55	8,63
8	5,12	5,04	4,90	5,19	5,76
9	4,58	7,19	4,20	3,90	4,32

<sup>17</sup>  $\Delta\text{СОС}$  – изменение собственных оборотных средств,  $\Delta\text{ДС}$  – изменение объёма денежных средств,  $\Delta\text{НП}$  – изменение задолженности по уплате налога на прибыль,  $\Delta\text{КчДК}$  – изменение краткосрочной части долгосрочных кредитов и займов.

## Приложение 5.

Интегральная оценка эффективности формирования и реализации инвестиционной политики компаний на примере нефтегазового сектора

Таблица 1

Динамика рейтинга групп компаний нефтегазового сектора РФ по оценке эффективности инвестиционной политики за 2006-2013гг. (показатели С1-6 и коэффициент Фиггинса) по мере Минковского ( R-рейтинг - ранг группы компаний)

R-рейтинг (ранг группы компаний)	ОАО Газ Пром GAZP	ОАО Новатэк NOTK	ОАО Лу Койл LКОН	ОАО Рос Нефть ROSN	ОАО Сургут Нефте Газ SNGS	ОАО Тат Нефть TATN	ОАО Газ Пром Нефть SIBN
2006г.	6	5	2	1	7	3	4
2007г.	6	3	5	1	7	4	2
2008г.	7	6	4	1	3	5	2
2009г.	7	4	5	3	6	2	1
2010г.	6	3	7	1	5	4	2
2011г.	3	4	6	2	7	5	1
2012г.	6	7	4	1	5	3	2
2013г.	5	2	4	7	3	6	1

Таблица 2

Динамика рейтинга групп компаний нефтегазового сектора РФ по оценке эффективности инвестиционной политики за 2006-2013гг. (показатели С1 – С8, модели устойчивого роста) по мере Минковского ( R-рейтинг - ранг группы компаний )

R-рейтинг (ранг группы компаний)	Газ Пром GAZP	Новатэк NOTK	Лу Койл LКОН	Рос Нефть ROSN	Сургут Нефте Газ SNGS	Тат Нефть TATN	Газ Пром Нефть SIBN
2006г.	6	5	4	1	7	3	2
2007г.	6	3	5	1	7	4	2
2008г.	7	5	4	2	3	6	1
2009г.	7	4	5	3	6	2	1
2010г.	7	3	5	2	6	4	1
2011г.	5	3	6	2	7	5	1
2012г.	7	5	4	2	6	3	1
2013г.	5	2	4	7	3	6	1

Таблица 3

Динамика рейтинга групп компаний нефтегазового сектора РФ по оценке эффективности инвестиционной политики за 2006-2013 гг. (показатели С1- С6) по мере Минковского ( R-рейтинг - ранг группы компаний)

R-рейтинг (ранг группы компаний)	Газ Пром GAZP	Новатэк NOTK	Лу Койл LKOH	Рос Нефть ROSN	Сургут Нефте Газ SNGS	Тат Нефть TATN	Газ Пром Нефть SIBN
2006г.	6	2	3	1	7	4	5
2007г.	5	4	6	1	7	3	2
2008г.	6	7	4	1	3	5	2
2009г.	7	3	4	6	5	2	1
2010г.	5	1	7	2	6	3	4
2011г.	3	4	6	2	7	5	1
2012г.	6	7	4	1	5	3	2
2013г.	5	2	4	7	3	6	1

Таблица 4

Динамика рейтинга групп компаний нефтегазового сектора РФ по второму варианту оценки эффективности инвестиционной политики за 2006-2013 гг. (С1 – С8, модели устойчивого роста) по коэффициенту вариации ( U) от 0,4 до 0,6

U (ранг группы компаний)	Газ Пром GAZP	Новатэк NOTK	Лу Койл LKOH	Рос Нефть ROSN	Сургут Нефте Газ SNGS	Тат Нефть TATN	Газ Пром Нефть SIBN
2006г.	U>0,8	5	4	2	U>0,6	1	3
2007г.	U>0,8	2	U>0,8	1	U>0,6	4	3
2008г.	U>0,8	U>0,6	U>0,8	2	3	U>0,6	1
2009г.	U>0,8	4	U>0,8	2	U>0,6	3	1
2010г.	U>0,8	3	U>0,8	1	U>0,6	U>0,6	2
2011г.	U>0,8	3	U>0,6	2	U>0,6	U>0,6	1
2012г.	U>0,8	U>0,6	3	1	U>0,6	U>0,6	2
2013г.	U>0,8	U>0,8	U>0,8	U>0,8	U>0,8	U>0,8	1

Богуславская С.Б.

Макарова В.А.

Сацук Т.П.

Татаринцева С.Г.

# АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ КОРПОРАТИВНОГО РИСК- МЕНЕДЖМЕНТА

Часть вторая.

Выбор ключевых показателей и минимизация последствий шорт-термизма

Научная монография

---

Подписано в печать 21.11.2016. Формат 60x84/16. Печать цифровая.

Усл. печ. л. 12,875. Тираж 500. Заказ 15275b.

---

Отпечатано с готового оригинал-макета, предоставленного авторами,  
в Издательско-полиграфическом центре  
Санкт-Петербургского политехнического университета Петра Великого.  
195251, Санкт-Петербург, Политехническая ул., 29.

Тел.: (812) 552-77-17; 550-40-14.